全国最低期货手续费免费办理国内正规商品期指开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ微信：[illegible] 期货开户和书籍下载请进：http://www.[illegible].net



Anatomy of the Bear

大熊市启示录

Lessons From Wall Street's Four Great Bottoms

剖析华尔街四次见底

[美] 拉塞尔·纳皮尔（Russell Napier）◎著
钱 睿 葛[illegible]霞 ◎译

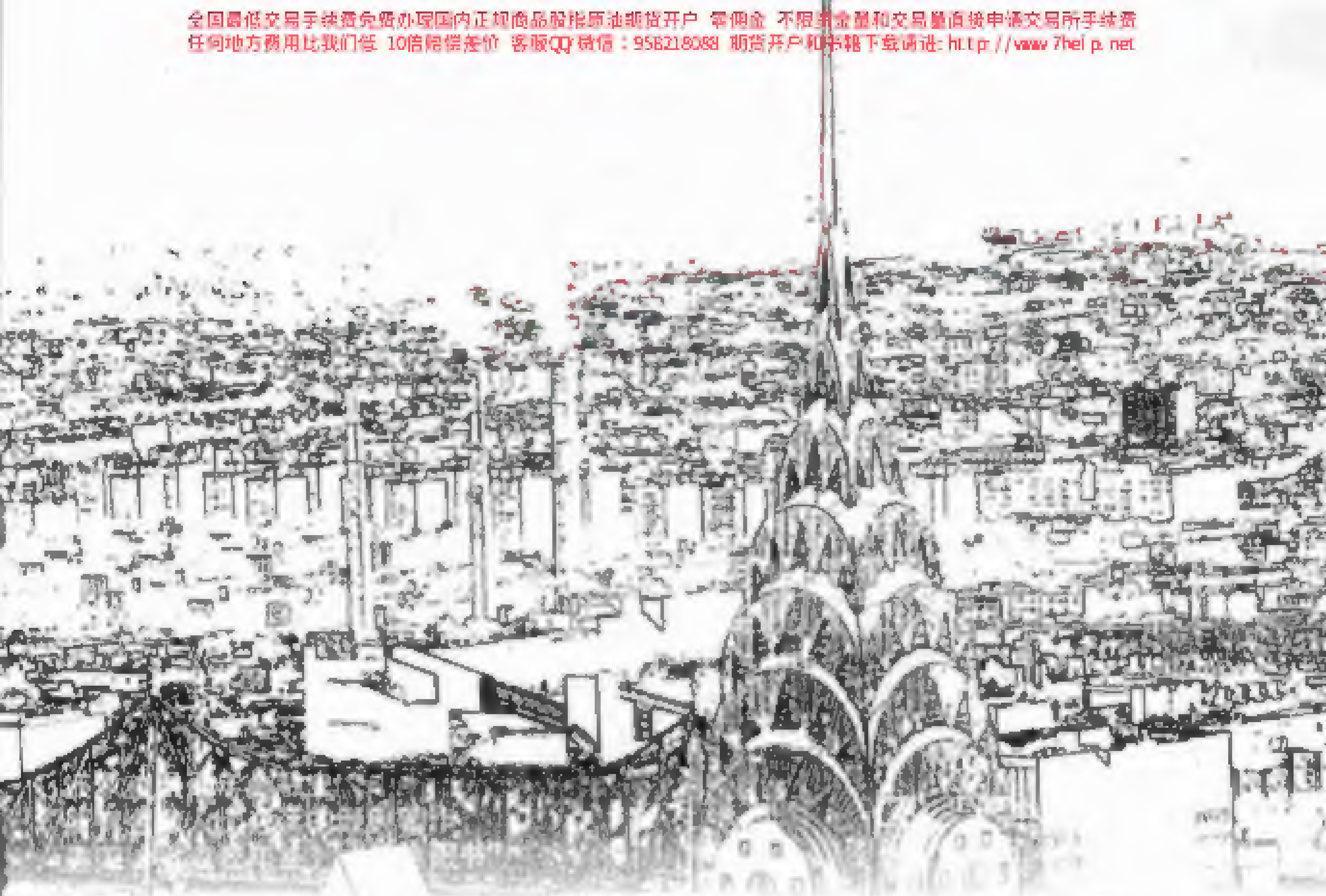
还原美国百年金融史
所有金融人士必读的经典著作
美国《投资者年鉴》"最佳图书"

国际投资大师、"末日博士"麦嘉华 鼎力推荐



中国人民大学出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



Anatomy of the Bear

Lessons From Wall Street's Four Great Bottoms

大熊市启示录

剖析华尔街四次见底

［美］拉塞尔·纳皮尔（Russell Napier）◎著
钱 睿 高彩霞◎译



中国人民大学出版社
·北京·

全国最低交易手续费完费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

大熊市启示录：剖析华尔街四次见底/（英）纳皮尔著；钱睿，高彩霞译．
北京：中国人民大学出版社，2009
ISBN 978-7-300-10893-3

Ⅰ．大…
Ⅱ．①纳…②钱…③高…
Ⅲ．股票市场—研究—美国—20世纪
Ⅳ．F837.125

中国版本图书馆CIP数据核字（2009）第113494号

大熊市启示录

——剖析华尔街四次见底

［英］拉塞尔·纳皮尔（Russell Napier） 著
钱睿 高彩霞 译

出版发行	中国人民大学出版社		
社　　址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电　　话	010－62511242（总编室）		010－62511398（质管部）
	010－82501766（邮购部）		010－62514148（门市部）
	010－62515195（发行公司）		010－62515275（盗版举报）
网　　址	http://www.crup.com.cn		
	http://www.ttrnet.com（人大教研网）		
经　　销	新华书店		
印　　刷	北京京北印刷有限公司		
规　　格	170 mm×250 mm　16开本	版　　次	2009年8月第1版
印　　张	18.5 插页 2	印　　次	2009年8月第1次印刷
字　　数	298 000	定　　价	49.80元

版权所有　侵权必究　　　印装差错　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 咨服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net


湛庐文化·出品
Cheers Publishing

编辑手记

大熊市诞生大牛市

华尔街的盛衰是世界金融的晴雨表。在20世纪的100年里，有35年美国股市的实际年收益为负值，每8年的收益负增长率超过20%。所以，每3年普通投资者就会遭遇熊市，每13年熊市就会变得异常猛烈。

股市的繁荣与衰落永远都是研究的热门话题，但唯独缺少对止跌反弹时期的研究。现在到底是大熊市中的反弹而已，还是牛市的开始？如果弄错了这件事，恐怕就会像很多投资专家所言：看错了长期的牛熊，就意味着投资生涯的结束。

当我们在低迷不振、起伏不定的股市中彷徨时，如果回顾一下华尔街上那些并不十分遥远的历史，我们会惊讶地发现：历史总是惊人地相似，历史总是能告诉我们未来的选择。

这里有20世纪华尔街恢弘的历史画卷，这里有跌宕起伏的牛熊交替，这里有深刻细致的熊市剖析，这里有清晰可见的走势对照，这里有言之凿凿的7万份《华尔街日报》数据，华尔街上曾经发生的四次大熊市向我们昭示了太多的信息：预示着市场即将回暖的大量潜在因素是什么？熊市变牛市的真正拐点在哪里？什么时候才是毕生难求的进仓机会？

大熊市诞生大牛市。巴菲特在总结自己一生股票投资的经验时说："只有大跌才能大赚。只有资本市场极度低迷，整个企业界普遍感到悲观之时，获取非常丰厚回报的投资良机才会出现。"相信本书将带领投资者在历史的追踪中辨别和理解这些预示市场未来的标志性信号，进而帮助每个人赢得更广阔更丰厚的盈利空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net


滋庐文化·出品
Cheers Publishing

一切为了您的阅读价值

常常阅读我们图书的读者一定都记忆犹新，2008年前出版的图书中，都放置了一篇题为“一切为了您的阅读体验”的文章，文中所谈，如今都得到了读者的广泛认同，也得到了出版业内同行的追随。

在我们2008年以后的新书以及重印书中，读者会看到这篇“一切为了您的阅读价值”；而对于我们图书的新读者，我们特别在整本书的最后几页，放置了“一切为了您的阅读体验”的精编版。今后，我们将在每年推出崭新的针对读者阅读生活的不同设计和思考。

- ★ 您知道自己为阅读付出的最大成本是什么吗？
- ★ 您是否常常在阅读过一本书籍后，才发现不是自己要看的那一本？
- ★ 您是否常常发现书架上很多书籍都是一时冲动买下，直到现在一字未读？
- ★ 您是否常常感慨书籍的价格太贵，两百多页的书，值三十多元钱吗？

阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。**时间才是读者付出的最大阅读成本。**

阅读的时间成本=选择图书所花费的时间+阅读图书所花费的时间+误读图书所浪费的时间

选择合适的图书类别

目前市场上的**图书来源**可以分为**两大类，五小类：**

1. 引进图书：引进图书来源于国外的出版公司，多为从其他语种翻译成中文而出版，反映国际发展现状，但与中国的实际结合较弱，这其中包括三小类：

a）教科书：这类书理论性较强，体系完整，但多为学科的基础知识，适合初入门的、需要系统了解一门学问的读者。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 咨询QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

b）专业书：这类书理论性、专业性均较强，需要读者拥有比较深厚的专业背景，阅读的目的是加深对一门学问的理解和认识。





c）大众书：这类书理论性、专业性均不强，但普及性较强，贴近现实，实用可操作，适合一门学问的普通爱好者或实际操作者。

2. 本土图书：本土图书来源于中国的作者，反映中国的发展现状，与中国的实际结合较强，但国际视野和领先性与引进版相比较弱，这其中包括两小类，可通过封面的作者署名来辨别：



a）"著"作：这类图书大多为作者亲笔写就，请读者认真阅读"作者简介"，并上网查询，验证其真实程度，一旦发现优秀的适合自己的作者，可以在今后的阅读生活中，多加留意，系统地了解几位优秀作者的作品，是非常有益的。

b）"编著"图书：这类图书汇编了大量图书中的内容，拼凑的痕迹较明显，建议读者仔细分辨，谨慎购买。

阅读的收益

阅读图书最大的收益，来自于获取知识后，**应用于**自己的**工作和生活**，获得品质的**改善和提升**，由此，油然而生一种无限的**满足感**。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请访问:http://www.7help.net

Anatomy of the Bear

推荐序

国际投资大师、"末日博士" 麦嘉华

拉塞尔·纳皮尔所著的《大熊市启示录》是所有金融人士的必读之作。传统观点认为，市场出现严重衰退后就会见底，这就是毕生难求的进仓机会。但是正如拉塞尔所述，大熊市有着很长的周期。确定价格是否严重低估的关键就是，在系统内寻找"股价涨幅落后于经济和收益增长步伐的时段"。例如当1921年股市见底时，道琼斯工业平均指数甚至低于22年前也就是1899年的水平；但当时名义GDP增长了383%，调整通胀后GDP增长了88%！与此类似，1982年8月道琼斯指数并不高于1964年4月的指数，在调整通胀后实际下降了70%。根据拉塞尔所述，1982年8月是20世纪购买美国证券的第四个大好时机，其他三个时机分别是1921年、1932年和1949年。

拉塞尔著作所传递的重要信息就是：从价格高估到价格低估往往需要很长的时间——一般为14年，股价较低时也许并不是购买证券的最佳时机。更为重要的是证券价格的真实水平以及预示股价走低的各种价格指数。所以，尽管1974年12月9日道琼斯指数暴跌至570点以及1982年8月9日暴跌至769点，但是与1974年见底时相比股价实际下跌了15%。

投资者试图将市场见底与股民的悲观情绪、恐慌和相关行业内公司的破产以及弥漫的负面情绪联系起来。但是拉塞尔提出了另一个观点，认为股市见底将带来六至九个月的经济恢复期，但是新闻报道普遍认为市场见底时股票都是看跌的；拉塞尔经过研究表明，经济复苏和积极的新闻使得20世纪四次股市反弹持续了好几个月。

拉塞尔的《大熊市启示录》填补了一项空白。对我来说，这是第一本以审慎的眼光追踪100多年间美国股价在低估和高估之间波动的书籍。这本书提供了很多引人深思的观点。如果证券价格在高估和低估之间来回波

全国最低交易手续费免费办理国内证商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动，那么其他资产市场，如房地产、商品和债券也会呈现同样的特征。因此，我设想2003年6月日本债券估价过高，犹如20世纪40年代美国债券价值高估一样，当时日本政府债券收益率不足0.50%。同样2003年4月日经指数暴跌至8 000点以下，从而可以视为最佳的进仓时机。

实际上，2003年日本证券价格和利率下降与20世纪40年代美国证券和利率下降有着很大的相似性。1973年美国股市重振旗鼓强势反弹，但是1981年债券价格猛跌。同样2003年日本股市开始复苏并能够持续很多年，而同时日本债券碰到大熊市，这就驱使本地代理商和日本家庭抛售债券，赎回20世纪90年代通货紧缩期间所获得的收益并用于投资证券和房地产。

此外，如果1921年、1932年、1949年和1982年是进仓的大好时机并且能够获得高额回报——至少能够持续八年（1921—1929），但通常更久，那么如果2003年4月底日本证券价格跌至几十年来的最低点，那么日本证券牛市至少会持续到2010年甚至更久，它的证券收益率明显优于美国证券。

拉塞尔著作的另一个论断就是，尽管1998年亚洲金融危机之后其他亚洲国家的股市逐渐复苏，但是与其他资产相比，证券市场仍然处于低估状态。毕竟很多亚洲股市都是以美元或调整通胀后的价格作为计价基础，与1990年至1994年股市暴涨相比，股价下降了50%多。根据拉塞尔的论述，证券价格从低估到高估需要14年，那么从1980年至2000年商品熊市将会非常严重。1998年至2001年经调整通胀后的商品价格是资本主义历史上最低的价格。尽管2006年见利抛售的行为损害了一些工业产品的价格，但是因为商品牛市将持续二三十年，所以自然资源刚刚进入新一轮的价格增长期。

对于拉塞尔的杰出研究，我想再强调一点。现在金融和信贷快速膨胀，尽管股市可能收于36 000、40 000或100 000或100 000点以上，但是股票的价值都仍有可能被严重低估，而且也许1999年就已经有分析家预测到这一点了。为什么？现在道琼斯指数大概在10 500点，黄金价格是一盎司460美元。我们假设，在贝南克印钞机（1913年联邦储备委员会成立时它就已经存在了，而且导致美元的购买力下降了92%）的作用下，在接下来的几年里道琼斯指数上升到36 000点（也许用不了100年，美元的购买力就会下降92%，也许只需要10到20年）。倘若如此，黄金价格将从一盎司460美元升到一盎司3 600美元。这将使得道指/黄金比例从目前的25:1下降为1:1——

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

这可是1932年和1980年的比值！如果以名义GDP衡量，那么道指将会上升三倍；但是如果以实际GDP衡量，那么道指将暴跌——我认为这种可能性很大。对于美国债券价格而言，这将是灾难性的影响。

最后，经常有人询问我最佳投资的机会。我认为，基金经理、经纪行或操盘手应该学习财经知识并从宏观角度理解历史价格的趋势。毫无疑问，《大熊市启示录》将会成为投资领域的经典著作，成为一代又一代金融人士的必读书。

2009年7月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



中文版序

在中国即将开始大转型的前夕，本书中文版得以首度出版，对此我备感荣幸。中国是一个非常重要的国家，中国的对策将成为美国经济和股市表现的关键因子。从 2008 年至 2009 年，所有国家都希望了解美国经济发展对中国的影响方式。但是它们将会发现，实际上，中国的国内因素将对美国经济发展和道琼斯指数的走势产生重大影响。

2007 年 7 月本书第 2 版发行时，它的前言曾经警告投资者，中国的变化将导致全球性的通货膨胀和美国股票市场的崩溃。在其后的几个月里，商品价格飞涨，全球通胀盛行，美国股票市场下跌。美国当权者在允许雷曼兄弟公司破产时采取了比较糟糕的政策，这进一步恶化了业已非常严峻的形势。当这个资产负债表交易对手风险金额高达6 000亿美元的公司垮台后，全球信贷系统瞬间就被冻结了。由于信贷紧缩无法促成贸易的发展，所以通货紧缩的实际风险导致全球证券价格暴跌。诚如本书的预测，市场将会出现对通货膨胀的恐慌情绪，这将压低证券价格，而且只有出现或即将出现通货紧缩时，所有的证券大熊市才会终结。

自 2009 年 3 月以来，通货紧缩的风险已经减弱。这主要是因为各国政府所做出的强烈反应，尤其是中国政府的强力举措。这种有效的政府行为将带给我们一个增长和通胀的世界，而不像多数人所认为的那样类似于 2009 年初经济萧条和通货紧缩的局面。但是本书最为关键的经验教训是，如果武断地认为始于 2000 年的证券大熊市已经结束，那么这将是非常危险的想法。美国证券价值仍然没有达到 1921 年、1932 年、1949 年和 1982 年的水平，人们交易证券的热情仍旧很高。但是在美国证券价值下跌的过程中，政府债券的交易量极少。从 2003 年至 2007 年，通货膨胀率从几乎为 0 上涨到 4%，由此导致道琼斯指数开始走高。如果经济和收益均恢复增

全国最低交易手续费佣金期货国内正规期货公司开户 零佣金 不限金额 私人交易单价格申请交易所手续费
....

长，缓解了投资者的压力，那么仍会出现类似的上涨。但是中国的变化意味着，在美国长期熊市里将再次出现上涨的势头。

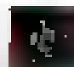
现在中国意识到，出口和投资并不是中国持续繁荣的关键驱动力。至少从2005年开始，中国政府就开始构建新的增长模式，而当时中国政府开始允许外国资本技术进入中国商业银行系统。这是非常关键的结构性改变，但已经延迟了近30年，这就使得中国商业银行系统开始采用类似于西方商业银行系统的运作模式。在2008年至2009年的金融危机中，这个全新的商业银行系统能够充分利用居民存款，通过贷款扩大消费支出。正是这种融资模式曾经创造了美国的消费社会，而且从1919年至2009年使美国在全球经济中享有重要的地位。而中国现在的情况类似于1919年的美国，因为它不得不加快转变为消费社会或和谐社会的步伐。对中国人民来说，这确实是一个大书特书的好消息，因为中国经济仍然保持强劲的增长势头，而世界其他国家的经济却持续低迷。这就意味着中国人能够购买很多商品，而在几年前他们却并没有这样的能力。但是对于美国证券投资者而言，中国国内的这一变化却是熊市继续盛行的催化剂，并将使标准普尔指数下降至400点左右！

长期以来人们有一种错觉，认为在过去的20年里美国是世界经济的驱动力。但如果没有中国的储蓄资金，那么美国经济将会遭遇更高的利率、更低的增长率和更加虚弱的货币。当中国转而实行国内需求驱动增长的方式后，美国领导世界经济的神话破裂了。随着中国减少出口增加进口，当前账户盈余将会降低，中国人民银行将会购买更少的美元和美国国债。当中国消费者的全部购买力释放出来时，中国可能会保持当前账户的赤字状态。那么中国政府将会支持人民币升值，从而抑制通货膨胀，刺激居民消费。如若如此，那么中国资本的流动速率将会下降甚至停滞。

如果没有中国资本的大量流入，那么美国国债和美元将分别面临上行压力和下行压力。同时，中国实行消费驱动增长的方式还带来了其他问题，因为随着中国消费者更多地消费，通货膨胀率也有可能随之上升。在虚弱的美元、国债和逐渐上升的全球通胀的综合作用下，始于2000年的美国证券熊市的最终结果将会非常糟糕。

与2003年至2007年的情况类似，对美国证券而言，通货膨胀回归也许是好事。但是投资者不能将此次上涨视做熊市的终结。2008年至2009年的各类事件使得中国政府更加清醒地认识到，他们的未来取决于国内需

求的增长，而不是出口的增长。如果能够实现增长，那么普通价格水平就会出现波动，如2005年本书的预测一样，这将直接导致标准普尔指数下跌至400点左右。美国证券势必下跌，而全球证券市场也不会独善其身。但是到目前为止，中国经济的变革是美国经济变化的推动力。在我们目睹中华世纪应运而生的时候，全球焦点也随之转移……



拉塞尔·纳皮尔

2009年7月

全国最低交易手续费……开户……
……95621.8088……www.?help.net

目 录
contents

引言 1

第一部分 “华尔街历史上最有利可图的时候”（1921 年 8 月）

现在是进仓的大好时机，因为证券的交易价格只有重置成本的 30%。在纽约证券交易所 140 年的历史中，这是最大的牛市……

第 1 章 迈向 1921 年 8 月：一战结束了！联邦储备系统建立了 11

一战结束后，工业股票交易量占纽约证交所总交易量的 80%，多数铁路也已被收归国有。此外战争对股票价格产生冲击，这就直接导致了 1919 年至 1921 年熊市的出现；为了给 1921 年夏末发生的事件做铺垫，我们就需要分析市场上新出现的未知因素——1914 年建立的联邦储备系统。

第 2 章 1921 年的市场结构：消费社会出现了 27

1921 年公开发行的股票似乎反映了当代投资者的利益需求。新兴产业汽车股票迅速壮大，其他新兴产业还包括橡胶和烟草，后者的兴起主要是因为消费者的需求从传统的散叶烟草转移到人造香烟。在 1920 年至 1921 年的债券熊市中，约有 80% 的自由公债持有者将公债抛售了。投资者的注意力集中在联邦公债和其他公债上，联邦公债交易往往占一半以上，有时甚至达到 2/3。

第 3 章 1921 年夏季熊市见底：收于 63.9 点 35

1921 年 8 月 24 日道琼斯工业平均指数收于 63.9 点。如果投资者在 1921 年市场见底时或在 1921 年都未曾购买证券，那么他将错过 20 世纪最雄伟的牛市。与 1921 年 12 月的收益相比，1921 年 8 月市场见底时的收益仍然要高 37%。收益的恢复明显减缓了股市的反弹速度。

第二部分 “美国历史上最严重的股市崩盘”（1932 年 7 月）

1932 年 7 月之前美国股栗市杨的牛市和熊市相互更迭。1932 年 7 月 8 日收于 41.22 点，从而到达谷底。价值的大幅震荡与其他熊市价值的缓慢下跌形成了鲜明的对比。人们对这段时期美国股价的大幅震荡产生了强烈的兴趣，但是股价的大幅震荡对美国社会却产生了无法挽回的影响……

第 4 章 迈向 1932 年 7 月：大萧条时代的来临

66

1930 年 4 月之后的事件应该对这段金融市场的历史承担主要责任。在投资者相信市场开始持续回暖，并于 1930 年 4 月 17 日购买了有价证券的时候，道琼斯工业平均指数再次下挫，并在 1932 年 7 月市场见底之前损失了 86% 的市值。另外，如果 1929 年至 1932 年的熊市与 20 世纪的其他熊市有一个关键的差别，那么就是银行系统的垮台。

第 5 章 1932 年的市场结构：美国工业的重大变化

90

1932 年可供投资者选择的证券要比 1921 年多得多。即使是在经济衰退和萧条期间，1932 年底纽约证交所仍有 1 278 只上市股票，而 1921 年底只有 691 只上市股票。1932 年股票交易量为 4.25 亿，而 1921 年仅有 1.73 亿。市场价值总额和发行量的轻微下跌具有很大的迷惑性，因为美国政府债券的价格相对稳定，但是其他类型债券的价格下降了。

第 6 章 1932 年夏季熊市见底：收于 41.22 点

102

与 20 世纪其他主要熊市见底相比，1932 年有很多明显不同的地方，而最重要的差别就是证券价值从高估到低估的下降速度。市场从历史最高位道指 381.2 点直线下降，而且收益的下降幅度明显超过经济的衰退速度。对于 1932 年夏季股市的投资者而言，最重要的问题是股市的交易价值是否低于“公允价值”。

全国最低交易手续费实盘账户内下期商品期货股指开户 等佣金 不限资金规模 交易所直接申请交易所手续费
开户地方网络办理 10倍 咨询QQ 9562 8088 期货开户 私书籍下载请进 http www.ihelp.net

第三部分 “即将迎来史上最长的一次牛市”（1949 年 6 月）

在 20 世纪 40 年代整整 10 年的时间里，股价完全低于公允价值，投资者们手足无措。再加上经济处于萧条时期，这就造成了股票市场的不景气。那么投资者们何以确信，1949 年之后美国将迎来有史以来最长的一次牛市……

第 7 章　迈向 1949 年 6 月：市场的起伏与投资者的冷漠　149

1932 年到 1949 年熊市见底期间分别出现了两个牛市和两个熊市。战后初期，股市如一潭死水，纽约证券交易所的日股票换手额经常会低于 50 万美元。而在经济不景气时期，投资者的表现更加冷漠。长期的低收益率以及股市和经济的萧条假象所带来的恐慌，是股市中自信危机产生的主要原因。

第 8 章　1949 年的市场结构：在二战后的经济萧条下　168

1949 年 5 月底纽约证券交易所发行的所有股票的总市值为 640 亿美元，比 1932 年熊市见底时的总市值多 4 倍。在 1929 年至 1932 年熊市中的“绩优股”——公用事业、烟草和电信，在 1932 年至 1949 年再次跑赢大盘。在 1932 年牌价表上有 1 600 多只债券，1940 年底上面的债券仍有 1 400 只左右，可 1949 年上面的债券只达到了 912 只。

第 9 章　1949 年夏季熊市见底：收于 161.6 点　179

1921 年和 1932 年股价都出现了大幅下跌，而 1949 年夏天结束的熊市却完全不同。从 1946 年 5 月的最高点（即 16 年中的最高点）到 1949 年 6 月的最低点，股市只下跌了 24%。然而尽管在此次熊市中股价并未出现大幅下跌，但某些关键的特性与 1921 年有所类似。

第四部分　“经历了14年的低迷之后”（1982年8月）

到了20世纪60年代，通货膨胀已经不会因为一次经济萎缩而必然消失，这种现象越来越明显。许多人指出，对股市而言，这种“新现象”起到了积极作用。难道它会改变股票的特征吗？它会改变熊市的本质和最终的结局吗？

第10章　迈向1982年8月：前所未有的通货膨胀　209

1968年至1982年熊市形成的主要原因是《布雷顿森林协定》的终止和通货膨胀的上升。尽管牛市和熊市戏剧性地不断上演，然而除了几天之外，在这20年中道琼斯工业平均指数始终低于1968年的最高值。随着墨西哥危机的产生和美联储政策的改变，股票市场在1982年8月到达谷底。

第11章　1982年的市场结构：金融部门的大发展　230

1982年纽约证券交易所的股票交易价值比1968年牛市峰值还要高350%。1982年公众对股市的兴趣达到了很高的水平。战后著名的银行业务公司占据了整个纽约证券交易所的牌价表，而到1982年原本在1949年排名第16位的金融机构上升到了第2位。对债券投资者而言，这个时期准政府固定利率证券的指数增加和收益率的上升是两个最大的变化。

第12章　1982年夏季熊市见底：收于776.92点　237

一般来说，牛市是不可能出现在熊市见底的时候的。然而在1982年，牛市确确实实出现了。与1921年、1932年和1949年熊市见底时相比，1982年一个关键的不同点就是，在1982年熊市见底之前的许多年，市场中大量股票已经开始回升，而另一个关键的不同点是，在1982年股市见底后大量股票价格开始反弹，而在其他三个年份只有少量股票价格开始反弹。

结语　有价值的指示器　265

译者后记　271

[illegible]

引言

在开始打猎前，最明智的做法是询问能够捕到什么猎物，然后再开始搜索猎物。

——琼·鲍尔斯（Joan Powers）

作为一个身手敏捷的渔民，我经常独自闯入北美丛林的深处——那里是熊出没的地方。身为爱尔兰人，我没有任何防范熊类的经验。如果在河边碰到一只熊，那该怎么办？幸好我已经得到来自专家的建议。美国国家公园管理局提供的建议非常有效。

你可以大声呼喊，可以把罐子放在一起敲击，这样尽可能制造巨大的响声来把熊吓跑。如果你有同伴同行的话，那么你们可以并肩站在一起，以强大的威慑力来把熊吓跑。在过去二十多年中，北美地区有56人遭到熊的袭击，如果应用以上方法，就能够使你幸免于难。

其实，世界上还有另外一种熊，虽然它跟上述丛林中的熊不一样，但是当你遇到它们的时候也是非常危险的。本书正要向你讲述的是，当你遇到这类熊时应该如何去应对。本书是应对金融熊市的实用指南。金融熊市可以使你的资产所剩无几，可以使你的财产蒙受巨大的损失。这只熊给绝大多数人带来的威胁远胜于野生熊类。

在美国有8 400万人持有股票，而全球共有数以亿万计的人持有股票。其中任何一次熊市都有可能破坏甚至严重摧毁持股人的金融期货，而且这些熊市不像北美丛林中的野生熊类那样易于识别。即使你能够识别熊市，那么仅仅通过制造响声或是与你的朋友联手都未必能够阻击熊市，这样做仅仅能获得一点心理慰藉而已。

现在是关注熊市的最好时机。从2000年3月开始到2002年底，美国股票价值持续地大幅下挫。这就是熊市的尽头吗？到2005年秋天，股票价值一直在最低点上方徘徊，资深评论员们对这个问题也存在分歧。2002年是新一轮牛市的开始，抑或只是更长时间熊市来临前的反弹？在当代金融业，没有比这个更为重要的问题了。在过去，较大的熊市开始之前都出现过价值严重虚高的现象，本书通过分析这些现象来寻找问题的答案。我们仍然处于熊市之中。什么时候熊市才会结束？整个市场什么时候才能见

底？什么样的事件才能帮助你找出市场见底的时间？答案就在本书中。

熊市也有利好的一面，正如生活中的任何事一样，但是当穿着破损的防水靴站在寒冷的溪水中时就另当别论了。根据杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）教授对1802年以来市场真实回报率的分析，所有投资者需要做的就是持有股票17年，那么在股市中就不会赔本。如果你袖手旁观并忽视市场价格，那么在17年内熊市会自动消失，而不会影响你的实际购买力。在进行股票投资时，真正需要做的就是等待。如果你有这样的视野，那就不需要任何投资指南了。

但很少有投资者能够在17年里忽视市场动态，而且还能保持乐观向上的心态。2005年纽约证券交易所上半年的统计数据显示，8 400万美国股民的平均持股时间只有12个月（1900年至2002年平均持股时间只有18个月）。在20世纪的100年里，有35年美国股市的实际年收益为负值，每8年的收益负增长率超过20%。所以，每3年普通投资者就会遭遇熊市，每13年熊市就会变得异常猛烈。

纽约证券交易所绝大多数交易都是由对冲基金经理和操盘手完成的，他们利用20/20短期预测法则分析大盘的走势。我们假设投资者的持有期限超过金融界的判断，他们的投资周期为10年。当然这仅仅是乐观的估计。纽约证券交易所在20世纪的平均周转时间表明，只有一年普通投资者的预计投资周期为10年。但是假设持股周期为10年，那么仍有可能遭遇熊市。在20世纪，美国股票的10年期收益都是负数。对于股票持有期为10年的普通投资者而言，第11年仍存在投资失败的风险，这样的事情屡见不鲜，熊市的深度影响犹存。在一个长期熊市中，股价在持续下跌之前会有一段时间的上涨，这是普遍现象。本书将帮助你擦亮眼睛，以免错误地将股价上升视为牛市的开始。

你会发现从2002年10月开始的美国股市上涨只是一个黎明幻象。如果你的投资期限为10年，那么这不失为一个非常重要的信息。

实际上，熊市有其美好的一面。熊市意味着更低的市场价格。消费者们不会抗拒较低的市场价格，而投资者如果只是买入而不是卖出股票，那么也不会抗拒这样的价格。如果需要规避熊市而保全自己的财富，那么就要在熊市中购买低价股票，这样就能获得长期投资收益。本书将着重分析以往盈利最为丰厚的时段，那时股票价格低于公允价值，所以股市必然反弹回暖。

美国棒球运动的传奇人物尤基·伯拉（Yogi Berra）曾说过，“你可以通过观察收获很多”。通过对熊市的观察，我们可以发现预示着市场即将回暖的大量潜在因素。这些因素包括较低的价值、收益增长、资金流动性增强、债券收益下降以及决策者对市场变化的感悟等。本书的目的就是帮助投资者辨别这些预示市场未来的标志性信号，以及一些错误引导投资者的假象。阿尔伯特·爱因斯坦曾说过他取得成功的秘诀就在于他提出了正确的问题，并坚持不懈地找到了问题的答案。在金融市场上想找到正确的问题是极为困难的。通过对金融史的研究，本书提出了遭遇熊市时应该寻找的问题。与爱因斯坦相比你有一点优势，那就是金融学比物理学美妙得多，因为不需要为这些问题提供正确的答案，只要你能给出比其他人更好的回答即可。希望本书能够帮助你找出解决这些问题的最佳答案。

人们对将金融史作为理解、分析熊市的工具一直存在着争议，亨利·福特（Henry Ford）认为“所谓的历史就是废话连篇”。福特所说的“传统”，作为一种臆断形式，对任何一个投资者都存在着内在危险性。投资者的行为模式与他们的前辈如出一辙，他们仍然会秉承历史，固执地持有英荧照明公司（爱迪生的发明已使得它们的弧光灯专利成了鸡肋）和自动机车公司（当时它们的蒸汽动力汽车已经失去了美国汽车市场 1/3 的份额）的股票。不幸的是，1952 年哈里·马科维茨（Harry M. Markowitz）发表了他的论文《证券组合选择》（*Portfolio Selection*），从而使金融市场的研究方法深深地烙上了福特格言的印记。这篇论文代表学术界抨击了历史价值对投资者的影响。马科维茨在论文中假设存在一个有效市场，分析了建立多种类证券股票市场的有关收益，并得出了比较清晰的结论。这个关于金融市场有效性的荒唐理论很快与金融市场开始了热恋并结合在一起，最终以“有效市场假说”的形式出现在人们面前。

该理论的诞生，很大程度上证明了所谓的历史的确是“废话连篇”。通过对金融市场历史的研究，如果股市能够有效并迅速地反映所有有价值的信息，那么它的价值究竟有多少？难道历史仅仅是过去一些有用信息的简单累加吗？20 世纪 70 年代华尔街已经全盘接受了市场价格能够反映一切有用信息的理论。正如彼得·伯恩斯坦（Peter Bernstein）所指出的：

> 1974 年金融危机之前，金融从业者从未关注过这些理论，而二十多年前这些理论就已经在象牙塔内蓬勃发展起来了。事实证明，这些为获得高于市场平均收益而采取的临时性策略只会损害客户财产，金融从业者们开

始意识到需要改变他们的做法。他们很不情愿地将注意力从学术界的抽象理论转到如何操控风险并帮助那些遭受重创的客户挽回损失上来。在这场改革力量的积极推动下，新的华尔街诞生了。

于是，华尔街的面貌焕然一新。资本有效性理论的拥护者构建了一个风险和回报的数学模型，有效市场假说正是建立整个模型的基础。就像所有的新兴学派那样，新理论的拥护者措辞严厉地批评前辈们的理论尚未开化。不过，当这个新兴学派逐渐趋于正统时，它的核心理论也开始遭受强烈的冲击。1987 年新华尔街曾计划为投资者提供一个名为证券组合保险的金融衍生产品。但是那年股市全面崩盘，这个产品最终也未能进入市场。

我们可以从加州橘子郡的公民以及吉布森礼品公司股东身上发现，新华尔街也许已经为控制风险而设计了种种金融产品，但这并不能完全根除人类贪婪和愚蠢所招致的风险。1998 年新华尔街的终极产物——长期资产管理归于失败，那些已经无限接近理论圣坛的新兴学派的追随者们也受到冲击。通过分析失败的原因，并借助 1995 年至 2002 年间资本市场繁荣与萧条的具体状况，我们能够发现，在维护客户利益方面，新华尔街并不比 1974 年被证明失败的“临时性策略”做得成功。

不管处于上升期的传统理论包含多少真理，将前辈的经验完全丢弃真的是一个明智的做法吗？1995 年至 2002 年发生的事情说明，将新华尔街的观念与旧华尔街的思维结合在一起，可以为金融从业者提供更恰当更实用的方法。这也就需要重新评估金融历史的价值。

近期，另一个股市泡沫的膨胀与破灭也许是一个很好的例证，说明有效性理论的梦想与实际有着天壤之别。这也是其中的一个原因。2002 年行为心理学家丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）与弗农·史密斯（Vernon Smith）因为“把心理研究的成果与经济学融合到了一起，特别是在有关不确定状态下人们如何作出判断和决策方面的研究”获得了当年的诺贝尔经济学奖。

诺贝尔奖委员会相信卡尼曼已经澄清了个体决策的一些错误，从而保证了有效性。具有讽刺意味的是，1974 年卡尼曼首次发表文章介绍这一概念，而此时华尔街正准备应用有效市场理论。原先诺贝尔奖委员会崇尚有效市场理论——所以 1990 年颁发奖章给哈里·马克维茨、默顿·米勒（Merton Miller）和威廉·夏普（William Sharpe），1997 年颁发奖章给迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）和罗伯特·默顿（Robert Merton）。现在瑞

典皇家科学院表彰一位心理学家，因为他发现人类的决策与有效市场理论的预测大相径庭。

如果对不确定状态下人类判断和决策的研究能够得到广泛的认可，那么金融历史就能体现出自身价值。如果没有这样的研究，又何谈金融历史？行为主义心理学是起源于20世纪初的流派，它的研究方式就是观察个体对特定刺激的反应。通过金融历史观察市场价格，而市场价格则反映几千名持股人对特定刺激行为的反应。在行为经济学看来，金融历史是观察金融市场运作方式的有效工具，但不能将金融历史理论化。

这些历史研究并没有与经验主义融合。所以从本质上而言，这就成为很多人拒绝使用这种方法的充分理由。尽管无法把所有金融历史都概括成理论，但我们不应该否认它的价值和洞察力。如果心理学是一门软科学，那么使用金融历史评估人类在不确定时代的决策就缺乏足够的说服力。对于那些认为无法使用方程式表达人类决策和最终决策之间关系的人们来说，金融市场的历史就是理解未来的指南。

金融市场历史的特殊价值在于洞察不确定状态下人类的决策模式，尤其是对相似状况的考查。所有历史学家都是事后诸葛亮，着重考察同时期的评论和反应至少能够减少根据自身意图行事的风险。作为一种史料，报纸对日常事件进行有效地整理，而金融媒体则关注金融市场的变化，这就成为过去一个多世纪同时期观念的最佳知识库。从火车诞生之日起，媒体就开始关注股票市场，那时新兴的中产阶级无法抑制对投资这门新技术的欲望。如果我们决定搜索与此相关的大量信息，那么我们就能找到1850年前后很可靠的史料。

为了分析熊市见底的情形以及投资者的反应，我找到了四次熊市发生时前后2个月内所出版的《华尔街日报》（*The Wall Street Journal*），并分析了其中的7万篇文章，我也公布了研究结果。我的目标就是，根据当时的评论尽可能准确地描绘熊市见底的情景。如果需要理解过去人类在不确定状况下的投资决策，那么就必须从此开始。《华尔街日报》的报道让我们更清楚地了解当时的情形，而在本书的不同地方，读者都能看到当时的事件，以及有效预测熊市变为牛市的方法。此外，读者还能够理解四次熊市见底的相似性，从而指导我们更好地制定投资策略。

本书主要关注熊市的历史。对现在的投资者而言，这些时期具有重要的现实意义，但是多数金融历史书籍都忽略了它们。繁荣和衰落永远都是

研究的热门话题，唯独缺少对止跌反弹时期的研究。当然这样的研究必须关注损失的最小化和利润的最大化。但是从 1850 年以来很多国家出现的很多熊市当中，哪一个才能引导我们得出正确的结论呢？在综合考虑了金融市场覆盖面及其规模之后，我们选择了美国而不是英国。那么美国的哪个熊市能够提供最为完整的故事？熊市见底之后就会带来最佳回报，至少能够提供很多实用的信息。尽管在讨论市场价值是否低于公允价值时存在主观因素，但是见底之后所得到的较高回报表明仍然存在价值。

2000 年安德鲁·斯密瑟（Andrew Smithers）和斯蒂芬·怀特（Stephen Wright）出版了《华尔街价值投资》（*Valuing Wall Street*）一书，他们分析了 20 世纪投资证券的最佳年份。他们使用“事后价格”的研究方法，选择 40 个不同期间内的证券，然后计算出长期（从 1 年到 40 年不等）投资回报的均值。通过计算 40 个不同持有期间的回报均值，我们就会发现事后价格反映的是特定年限内不同投资者的持有时间。这个研究表明，购买美国证券的三个最佳年份是：1920 年、1932 年和 1948 年。但是它们与道琼斯工业平均指数见底时的年份不尽相同，这是因为计算回报时使用的是年末数据，但是 12 月 31 日并不是证券市场指数最低的时候。如果做更为精确的分析，那么投资美国证券的三个最佳时点就是 1921 年 8 月、1932 年 7 月和 1949 年 6 月。

只有存在 40 年期投资回报时，计算“事后价格”才有价值。在本书第四部分的分析中确实存在一定的主观因素，但是我们有充分的理由相信 1982 年也是投资美国证券的一个最佳时机。当然它也是四个最佳投资时机之一，在其后的 23 年里都是如此。

由于在这四个时段后投资证券都取得了最佳回报，借助事后认识我们能够断定，1921 年、1932 年、1949 年和 1982 年的证券价值处于最低点。但是 40 年后才能看到证券的价值，所以当前的使用价值非常有限。本书的目标就是为市场投资者提供可信赖的价值衡量标准。其实有很多价值标准，幸运的是安德鲁·斯密瑟和斯蒂芬·怀特将这些标准精简为两个。在《华尔街价值投资》中，他们对普通标准，尤其是与投资回报息息相关的标准的可靠性进行各种测试。我们认为投资者应该能够发现，有关价值标准表明 1921 年、1932 年、1949 年和 1982 年证券价值很低。在接受周期性调整利润收益率实用性的同时，耶鲁大学罗伯特·希勒（Robert Shiller）使用这个标准衡量价格——斯密瑟和怀特发现 q 值能够非常准确地暗示较

全国最低交易手续费完整版本国内下载资源都市交易开户 ... www.7help.net

高的未来回报。由于它的实用性，我们将会使用 q 值评估不同期间内证券价格的走势。

q 值是研究公司股票的市场价值与其资产重置成本之间关系的有效工具。本书"证券的交易价值低于公允价值"这样的语句仅仅表明 q 值低于平均水平。在本书所研究的四个阶段中，证券的市场价值等于重置成本的 30%。本书的目标就是解释使价格走低的市场力量，并确定使股价等于甚至高于重置成本的驱动因素。

为了能够描述熊市四次见底时前后两个月内所发生的故事，我们就不能忽视大环境。为了理解使证券价格等于公允价值的推动力，我们必须理解证券价格低于公允价值所引发的恐慌。在几十年的投资历史里，人们才能清楚地看到这种震荡，这本身就能写成一本书，所以在此只能稍作介绍。在第一部分，背景故事能够在"迈向 1921 年 8 月"这样的标题下面找到，类似的标题主要用于介绍将要讨论的三个阶段。此外有必要分别讨论每个阶段的金融市场结构。每个阶段都有重大的结构差异，如果投资者希望在当今的市场上应用历史经验，那么就必须牢记这些差异。例如在第一阶段，主要金融机构尚未在纽约证交所上市。在描绘了市场下跌的原因以及当代结构之后，我们在"熊市见底"这个部分着重分析了昭示熊市结束的因素。对固定利率市场行为的分析主要侧重于重大事件对证券价格的直接影响。

读者还会注意到，本书也讨论了 1929 至 1932 年之间的事件。因为这个大熊市与其他三个大熊市有着重大的差别。此外 1929 至 1932 年被视为是典型的熊市，人们对这个熊市有着很大的偏见。所以有必要对这个熊市稍加分析，这样就能理解它在金融历史中的独特地位。

本书的目标人群是专业投资者以及希望自我制定最佳金融策略的人们。本书包含有很多表格，这样投资新手就能够理解其中的复杂性，对此专业投资者可以忽略不计。当然本书没有详细解释一些专业术语。为了帮助读者理解这些术语，读者可以登陆 www. eh. net，在经济历史服务网站的在线百科全书里获得帮助。

本书引用了 20 世纪著名作家的著作。当时他们生活在经济动荡和金融危机的年代，但是他们的作品使我们能够分析当时的事件。这些小说的主人公在股市见底时做出了正确的金融决定。在弗兰西斯·司各特·菲茨杰拉德（F. Scott Fitzgerald）的作品中，1922 年盖茨比去世后，尼克·卡洛

全国最低交易手续费……开户……咨询QQ……95622……www.?help.net

威（Nick Carraway）辞掉了华尔街的工作并回到了威斯康星州。在那里他是否开心我们无法证实，但是当他返回威斯康星州时，美国历史上最大的证券牛市拉开序幕。在詹姆斯·法雷尔（James T. Farrell）的著作中，斯塔兹·朗尼根（Studs Lonigan）的命运更加悲惨。1931 年他将毕生积蓄投入股市，而此时股市开始严重萎缩。还没等到 1932 年 7 月证券市场见底时，斯塔兹就已经去世了。20 世纪 40 年代后期罗伯特·霍顿（Robert Holton）面临两难抉择：要么冒险与一位已婚女人私奔到意大利，要么继续待在华尔街。戈尔·维达尔（Gore Vidal）决定让霍顿留下——毫无疑问他将在美国历史上最长的牛市中获得较高的收益。这不是说他不应该去意大利，似乎只有霍顿做出了正确的金融决定。对于约翰·厄普代克（John Updike）著作中的哈利“兔子”安格斯壮（Harry “Rabbit” Angstrom）而言，克鲁格金币（Krugerrands）是最好的投资选择。他大量购买金币的时间正好与黄金的最高价位不谋而合。

在本书所讨论的四个年份里（1921 年、1932 年、1949 年、1982 年）美国社会发生了重大的变化，这是不是一种巧合？它们是消费社会的出现（1921 年）、大政府的出现（1932 年）、军事工业复合体（1949 年）以及自由市场的复活（1982 年）。本书所提到的人物都是在一个特定的社会转型期挣扎徘徊，并且与影响他们远期金融收益的变化抗争。

我曾经与戴维·亨普尔曼·亚当斯（David Hempleman-Adams）共进午餐，这位极地探险家和登山家曾经遇见过很多次熊。当我询问如何对付熊时，他的建议很简单：“射死它们。”对于金融熊市而言，猎枪无济于事。我希望这本书能够帮助读者打赢这场战争。



第一部分

“华尔街历史上最有利可图的时候”

（1921 年 8 月）

“我不能对她有太多的要求，” 我反驳道，“你不能让历史重演。”

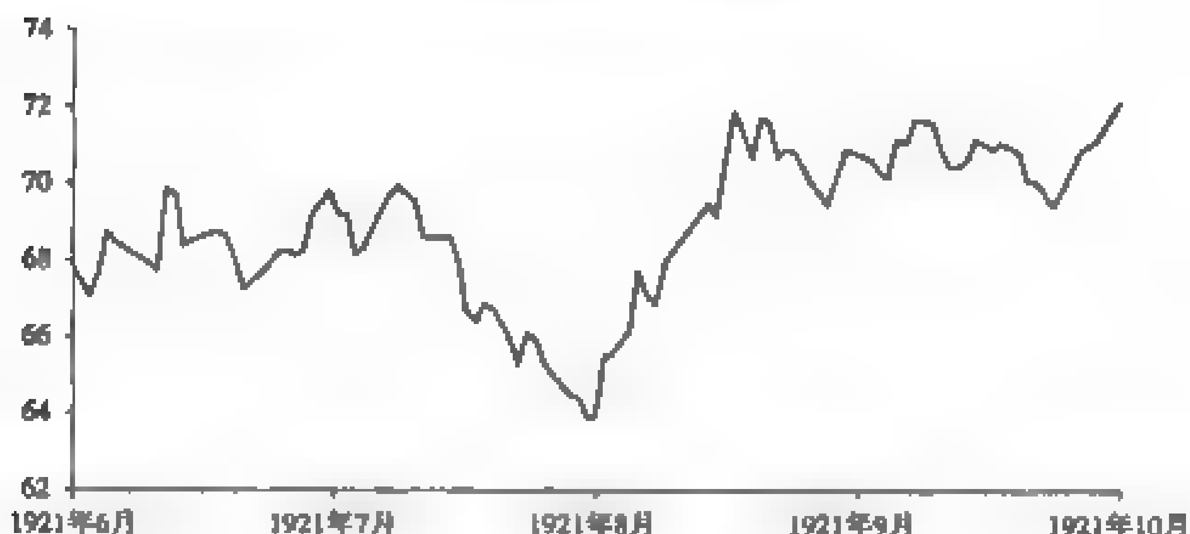
“不能重演历史？” 他大声地表示怀疑，“为什么你能？”

——弗兰西斯·司各特·菲茨杰拉德《了不起的盖茨比》（*The Great Gatsby*）

导读

Anatomy of the Bear

○ 1921 年 6 月至 1921 年 10 月道琼斯工业平均指数



来源：道琼斯公司

尽管在第一次世界大战初期，美国股票市场出现了一片繁荣景象，但是 1921 年 8 月，道琼斯工业股票指数一下子跌回到 22 年前的水平；尽管有的投资者并未持有工业股票，但是他们的蓝筹股的价格却跌回到了 1881 年的水平。但现在是进仓的大好时机，因为证券的交易价格只有重置成本的 30%。1929 年 9 月证券的交易价格是重置成本的 2 倍，而道琼斯指数也上涨了 5 倍。在纽约证券交易所 140 年的历史中，这是最大的牛市。1921 年究竟发生了什么，投资者何以能够预测股市见底从而在 20 世纪获取利润呢？

第 1 章

迈向 1921 年 8 月：

一战结束了！联邦储备系统建立了

道琼斯指数：1896—1921

1920 年 9 月 16 日曼哈顿下城地区怡人的秋色突然被一阵巨大的爆炸声震得支离破碎，爆炸声是从华尔街摩根大通办公楼附近传出来的。巨大的烟尘笼罩在美国金融中心上空，整个地区顿时笼罩在一片黑暗当中，纽约证交所经纪人纷纷躲避漫天飞舞的玻璃碎片，半英里外的窗户玻璃都被震碎了。爆炸造成 40 人死亡，这起恐怖事件的凶手至今逍遥法外。公众和媒体使用推断方法评估当时的情形，这是华尔街喜欢使用的一种分析工具。1920 年 4 月间共有 18 个反对劳工法的知名政治家收到了邮件炸弹。人们认为华尔街炸弹也是一种“红色”恐怖主义，它袭击了美国的中心乃至整个资本主义世界。炸弹并不是华尔街所面临的唯一烦恼——大熊市也会造成很大的浩劫。

本书的研究主题就是熊市。这并不是因为作者希望记载我们投资历史中较为萧条的时段，事实恰恰相反。在股市见底时进仓是每个投资者的目标或可能的梦想，所以对于希望准确判断熊市何时变为牛市的人们来说，本书就是实用指南。这是证券投资最有利可图的时候，而 1921 年夏季是华尔街历史上获利最可观的时候。为了创造这样的指南，首先就必须意译比特恩夫人（Mrs Beeton）“首先抓住你的熊市”这句话，但是借助标准普尔 500 指数和道琼斯工业平均指数也无法准确判断熊市，因为它们有时描述的是完全不同的情况。1921 年的情况就更加复杂了，因为没有一种指数能够反映整个市场的变化。为了判断股市的动向，你必须紧盯两个不同的指数：道琼斯工业平均指数和道琼斯交通业指数。

查尔斯·道（Charles Dow）创立了两种不同的股票指数，随着股市逐渐迈进 1919 年至 1921 年间的熊市，指数的波动反映了股市的变化。1896 年工业股票交易份额占纽约证交所总交易量的 48%，而铁路股票交易占

图 1—1 铁路/工业股票市场份额（%）1895—1921

来源：纽约证券交易所

52%（见图 1—1）。尽管市场逐渐从 1893 年至 1895 年的恐慌阶段恢复过来，但市场成交量很小——在过去的 10 年里纽约证交所股票价格下降 41%，铁路股票下降得更厉害。

1893 年至 1895 年危机过后，摩根大通收购了濒临破产倒闭的铁路公司，从而为这个奄奄一息的行业注入了新的气息。工业指数公布后掀起了并购热潮，美国的并购案例从 1897 年的69 个上升到1899 年的1 200多个。这些并购行为对铁路行业带来很多积极的影响，因为运能过剩已经严重压缩了利润空间。在并购热潮的推动下，1896 年至 1902 年铁路股票迎来牛市，铁路指数的上扬幅度远超过工业指数。此时运能过剩对利润的影响已经大幅下降。1896 年道琼斯公司公布了工业平均指数，这就说明工业股票能够带来高额利息，但是直到 1911 年它们占市场成交总量的比重才超过了 1896 年。

www.7help.net

随着1901年威廉·麦金利（William McKinley）被暗杀以及西奥多·罗斯福就任美国总统，铁路股票交易量开始萎缩。新总统不支持很多公司合并组成信托集团，并且开始控制很多行业的价格。新政府反对托拉斯的措施对成熟的铁路公司的打击远甚于成长中的工业部门。1911年工业股票的成交量份额首次超过1896年，而且首次超过铁路股票。一战开始之前两类股票的交易和利息基本持平，而一战开始之后两者的交易和价格就出现了巨大的差距。

如果投资者希望在1919年至1921年的熊市里生存并获取利润，那么他们就要面对一战所改变的市场结构。一战结束后，工业股票交易量占纽约证交所总交易量的80%（见图1—1），多数铁路也已被收归国有。此外战争对股票价格产生冲击，这就直接导致1919年至1921年熊市的出现。1914年6月28日弗朗茨·斐迪南大公（Archduke Franz Ferdinand）被刺杀，股市的反应比较平静。但是7月25日奥地利和德国拒绝参加六大国（俄罗斯、英国、法国、奥匈帝国、意大利和德国）会议，世界大战一触即发，就增加了抛售股票的可能性。投资者担心美国这个债务国的黄金大量流出并用于资助欧洲战争，从而限制国内资产的流动性。7月28日奥地利对塞尔维亚宣战，当天蒙特利尔、多伦多和马德里的证券交易所关闭，次日维也纳、布达佩斯、布鲁塞尔、安特卫普、罗马和柏林的证券交易所相继关闭。7月31日伦敦证券交易所也关闭了，此时纽约证券交易所别无选择只能关闭，否则全球投资者可能进行大规模清盘。道琼斯工业平均指数收于71.42点，铁路平均指数收于89.41点，如图1—2所示。

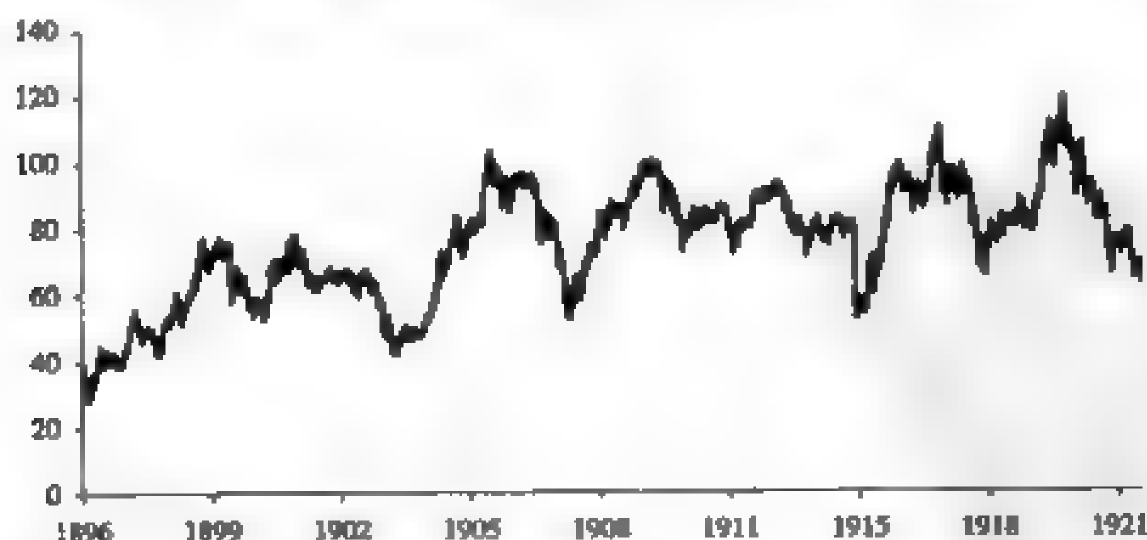


图1—2　道琼斯工业平均指数——1921年熊市见底的开端

来源：道琼斯公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品期货开户 零佣金 不限金额 资金安全 交易单边按申请交易所手续费 任何地方都可办理 联系我们 QQ 咨询 95621、8088 期货开户 免费下载 www.help.net

1914年12月12日（星期六）股票市场重新开放，但是对股票交易有所限制。星期一出版的《华尔街日报》时隔四个多月后首次公布了道琼斯工业平均指数。铁路指数上升到90.21点。但是12月12日工业平均指数收于54点，与7月30日相比下跌了32%。工业平均指数在这个低位上仅仅维持了几天，接着1915年都处于主要的熊市当中。投资者不再担心资本外流，资金不断涌入美国市场，因为交战国需要从中立的工业强国购买必需的物资。

激增的利润带来的不仅仅是流动性的增强，而且还促使工业股票价格上涨。非常有必要强调这段时期利润的猛增势头。从名义角度而言，直到1949年利润才超过了1916年的水平。从调整通胀后的实际角度而言，直到1955年12月收益才超过了1916年的水平，其后利润开始下降到1916年之前的水平。1992年1月的标准普尔综合指数的实际收益仍然低于1916年的水平。尽管2002年3月实际收益陷入谷底，但是仍比1916的收益高4.7%。所以在这种环境下投资者很快就支持被誉为“战时新娘”的工业股票，因为这些工业能够获得欧洲的巨额战争订单。在这个主要牛市之后，1916年铁路和工业股票的成交量大幅上升，但是随着美国计划参战以便早日恢复和平的可能性越来越大，1917年股票价格出现大幅下滑。后来政府干预市场并控制商品价格、州际商务委员会（the Interstate Commerce Commission）拒绝铁路公司增加费率的要求、成本上升、推行新的利得税以及政府负债增加等一系列因素直接导致了1917年熊市的到来。

随着欧洲战争进入拉锯战阶段，1918年工业和铁路股票的交易量再次上升。一战结束后也就是1919年工业股票再次迎来了牛市，并于1919年11月创下最高纪录。一战期间和一战之后两类股票的表现迥然不同，其中有很多原因，但是很显然1917年12月28日铁路国有化是一个关键因素。它有效地将铁路股票变更为债券，政府根据铁路国有化之前公司的平均收益支付固定的红利给股票持有人。

由于铁路股票的收益受到限制，所以投资者的注意力转移到工业股票上来，这些公司从战时繁荣中获得很多的收益。1919年工业股票牛市达到顶峰时，铁路股票成交量仅占总成交量的13.8%。但1919年至1921年股票投资者仍然关注两类指数。很多投资者认为，铁路股票的下挫只是一个暂时的现象，随着1920年3月国有化的结束，这种现象就会消失。1921

全国最低交易手续费免费 …… 开户 …… 4582.8088 …… www. …… .net

年投资者仍然通过观察铁路和工业指数来评估熊市的范围，而现在工业股票的交易量远远超过铁路股票的交易量。

与联邦储备系统共存——一场全新的游戏（1）

如果你简单地认为，1921 年市场的运作方式与现在相同，那就危险了。在详细观察 6 月到 10 月（8 月见底时前后两个月）的股票市场之前，有必要分析当时与现在金融市场监管机构运作方式的差异。为了给 1921 年夏末发生的事件做铺垫，我们就需要分析市场上新出现的未知因素——1914 年建立的联邦储备系统。

这个系统包括联邦储备委员会和 12 家联邦储备银行。储备银行能够自由地决定贴现率，但法律规定，这样的决定需要"经联邦储备委员会审核批准"。但是当联邦储备银行进行开放市场运作时，联邦储备委员会根本没有审核批准相关的决定。因此在系统内联邦储备银行就有可能享有很高的自主权。在系统运行的早期，由于纽约联邦储备银行地处美国金融之都，再加上享有自主权，所以很快成为联邦储备系统财政政策的关键决策方。

联邦储备系统的分散结构增加了预测未来政策的复杂性，而且在系统内造成冲突，这将对不久的将来产生重要的影响。当代投资者也许能够理解当初创建这个机构的意义，因为他们能够想象，如果这个系统不复存在，那将会对投资决策产生的重大影响。

在美国内战结束后，1879 年美国就恢复了金本位制，而创建中央银行将改变投资者习以为常的金融运营机制。联邦储备系统给投资者带来了一定程度的不确定性。因为很难了解这个额外的人为要素的运作方式。一直以来人们都认为在货币流程中加入任何人为因素都是很危险的行为，1810 年金块委员会（Bullion Committee）提交给英国下院的报告就做了很好的总结：

> *复杂的国家贸易知识、深奥的货币流通理论使得任何人或一组人，都无法使用合适的工具调整或经常调整国家的贸易需求。*

美国并没有正式的中央银行，1832 年安德鲁·杰克逊总统否决了再次授予美国第二银行特许状的法案。

很难预测新系统与金本位制的融合程度，及其对流动性、利率和金融

市场的影响，请看它的使命：

帮助建立联邦储备银行、供应弹性货币、提供商业票据再贴现的方式、建立更为有效的银行监管体系等。

这个步骤很重要，因为无法“供应弹性货币”使得美国濒临破产，在最近一段时间这种情况已经出现过两次。1895 年 2 月政府从摩根大通和罗斯柴尔德家族（the Rothschilds）获得一笔贷款，避免美国政府黄金储备消耗殆尽，并挽救了奄奄一息的金本位制。1907 年大通摩根再次出手，使得一些关键的金融机构存活下来，从而挽救了金融体系。尽管在政治上威尔逊及其民主党派采取反对态度，但是仍然公布法律，要求创建联邦储备系统并提供“弹性货币”，这就取消了私营公司最后贷款者的角色。

金本位制 [illegible]

在实践中通过发行联邦储备银行券和将商业银行存款纳入储备体系，联邦储备系统实现了供应弹性货币的目标，满足了法定储备的要求。联邦储备委员会通过接受黄金、再贴现票据、外贸承兑票据贴现、公开市场购买政府债券、银行承兑和汇票等方式提供弹性货币。这种通过再贴现银行资产创造货币的能力与实质票据原则不谋而合。投资者难以回答的问题就是：在国家采用金本位制时，如何管理这些弹性货币？最明显的冲突是：金本位制控制货币的存量以便平衡国际收付，但是实质票据原则并不会限制货币的数量。米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）和安娜·雅各布

[illegible] QQ [illegible] 4582.8088 [illegible] www [illegible]

森·施瓦茨（Anna Jacobson Schwartz）认为这种冲突"与其说是实际的，不如说是表面的"。

尽管金本位制决定货币总存量的长期变动，但却给短期变动留下了很大的余地。黄金储备和国际资本市场为短期失衡提供了缓冲地带。更重要的是，金本位制并没有决定货币总存量在现金和存款之间的分配，而实质量据原则与这种分配有关。（《美国货币史》）

公众将银行存款变为现金使用加剧了1895年和1907年的危机。新法案的出台就是为了保证出现这种情况时，银行不会拒绝或限制提取现金。在这种情况下弹性货币迅速增加，而银行可以通过向新的储备银行贴现资产从而迅速补充货币。

从理论角度而言，投资者希望联邦储备委员会限制对货币的需求，这样才能保护银行系统。但是在实践中，分配资本则是另外一码事。从1914年11月联邦储备系统建立到1920年6月，"弹性"货币的使用率下降，从而使货币存量翻了一番。在创造货币的过程中，联邦储备委员会的政策变化无常而且无法预测，所以使投资者面对的事情更加复杂化。

高能货币 [illegible]
[illegible]
经济，通货膨胀和股票市场的长期走势。

如表1—1所示，美国参战之前联邦储备系统在创造货币的过程中仅仅充当很小的角色。由于交战国政府采购物资、清算投资和借款，美国的高能货币快速增加。这就使得美国在国际投资领域的地位发生变化。1914年美国的赤字为37亿美元，1919年美国的盈余规模与1914年的赤字规模相当。此时美国联邦储备系统只能通过再贴现特定的银行资产才能创造联邦储备货币。但是它拥有的资产很少，所以投

有能力通过变现资产来抑制黄金积累所导致的高能货币的增多。简而言之，在早期联邦储备系统可以实施积极的弹性货币政策，但是一旦过度使用，那么就无法实行从紧的货币政策。对于投资者而言，从系统问世后至1917年美国参战期间，联邦储备系统对流动资金调节及对股市价格的影响很小。

表1—1　　高能货币组成部分的变动

(总体变动=1.00)	美国中立期间 1914年6月— 1917年3月	一战期间 1917年3月— 1918年11月	和平时期 1918年11月— 1920年5月
黄金储备	0.07	0.04	(0.41)
社会公众持有的现金和联邦银行准备金	0.015	1.24	1.44
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

来源：弗里德曼和施瓦茨

美国参战形成了一个分水岭。现在它通过政府信贷销售货物给同盟国，无需买方使用黄金支付货款，所以美国的黄金流入停止了。此时黄金储备的增加对高能货币的增加起到了负面的影响。美国参战带来的第二个变化就是，政府需要资助军事行动。尽管税收上升，但是仍然入不敷出。中央银行融资成为政府国内财政的来源之一。现在投资者不得不理解弹性货币支持政府财政这一新角色，这与防止流动资金匮乏的初衷背道而驰。在这种情形下，新货币的弹性如何？假设美国赢得战争，那么签订停战协议的影响有多大？如果能够正确回答这两个问题，那么投资者就能够在1917年至1921年间做出正确的投资决定。

美国参战使得弹性货币供应量猛增。1917年4月联邦储备货币仅仅占高能货币的21%，但是1918年1月上升到59%。联邦储备银行借钱给它们的客户用于购买政府债券，然后在其中一家储备银行再贴现贷款。1917年以后联邦储备委员会使用这种方法供应弹性货币，其目的是支持政府的军事财政，而不是减轻或防止货币恐慌。第一次世界大战是自内战之后美国参加的第一个大型冲突。如果防止货币恐慌，那么就要中止金本位制，但是此时新的弹性货币允许国家继续采用金本位制。对于美国投资者而言，虽然1917年战事与金本位制并存，但是弹性货币使银根松动。如果投资者希望中止金本位制或实行银根紧缩，那么他们就无法理解联邦储备系

全国最低交易手续费免费、理财史、而各种股指期货开户 ... 任何地方都可以找到 ... www.lhe.p.net

统改变金融系统运营的方式。

人们认为战争结束后，军备需求将会下降，经济也将萎缩。实际上甚至在停战之前的1918年8月经济就开始下滑了。人们认为经济仍将持续下滑，1919年3月经济已经严重萎缩。大量高能货币进入商业银行系统，使得货币稳步增长。此时美联储的措施也很重要，1919年它降低利率，使之明显低于市场利率。这就促使联邦储备银行从系统中借款并增加贷款规模。美联储的措施帮助政府应对流动债务，防止政府债券价格下滑，因为政府债券是银行系统的关键资产和担保来源。为了实现这样的目标，一战之后美联储弹性货币的供应量与战前基本持平（详见表1—1）。

联邦储备委员会和财政部存在很大的分歧。在人为调低利率的时代，人们普遍认为系统能够区分"合情合理的"借款和"投机性的"借款。但这不是真实的情况，1919年工业证券和商品投机牛市如日中天。在金本位制的运作下，战时的通货膨胀将会导致战后通货紧缩，这已经是一个基本的投资原则。但是联邦储备委员会通过供应弹性货币支持政府财政需求，于是出现了相反的情况。1919年遵循旧原则的投资者错过了股票和商品牛市。

一战之后投资者严重误解了货币系统的运作方式。人们误解了联邦储备委员会操控弹性货币的能力或意愿，多半是因为1919年的措施。人们认为，联邦储备委员会供应弹性货币主要是为了完全限制金本位制的作用，这样才能避免未来利率的猛涨。1914年11月之前联邦储备委员会没有提供任何信贷，但是到了1919年底信贷总额达到30亿美元，这几乎相当于GDP的4%。随着联邦储备信贷从无到有，有些投资者认为市场将会出现更多的弹性货币，这也就不足为奇了。在这个新环境下，此时通过借款对价格上涨的资产进行投机的风险明显低于联邦储备系统刚刚问世的时候。这种误判直接导致投资者在经历了1919年股市阵痛之后，在1920至1921年间再次陷入更加痛苦的境地。

显然人们已经忘记了弹性货币的法定限额，但是供应量很快就接近限额了。法律规定，40%的联邦黄金储备用于担保票据，35%的联邦黄金储备用于担保净存款。而联邦储备委员会内部文件规定，用于担保净存款和票据债务的黄金储备不得低于40%。随着黄金流出美国，再加上商业银行能够从联邦储备银行获得低于市场利率的贷款，准备金比率持续下跌。

战期间准备金率已经下降很多了，战争结束后准备金率从 1918 年 12 月的 48.1%继续下滑到 1920 年 1 月的 42.7%。对此联邦储备委员会没有任何动作，但 1920 年第 1 季度随着政府开始偿还联邦债务，联邦储备委员会应该有所行动了。

继续供应弹性货币的关键原因已经不存在了。尽管法律要求取消准备金限制并继续供应货币，但是 1919 年初的货币市场行情表明不应取消对准备金的限制。货币市场已经开始紧缩，活期贷款利率从 1919 年 6 月的 15%上升到 11 月的 30%。如图 1—3 所示，为了防止 1919 年 11 月和 12 月间准备金率的继续下滑，联邦储备委员会的第一个措施就是提高贴现率——多数银行都将贴现率提高到 4.75%，而 1920 年 1 月和 2 月间所有银行都将贴现率提高到 6.0%。在一战后所形成的工业股票牛市中，联邦储备委员会所提供的弹性货币起到了一定的作用。联邦储备准备金率下降到法定限额以内，从而对其后的熊市产生较大的影响。

1921 年投资者比较关注新的金融机构，此外特别关注普通物价水平的变动。尽管现在通货膨胀是财经界的一个议题，但在 1921 年人们对它有着很高的关注度。金本位制的存在及其对证券价格的影响使得投资者更加关注价格。在金本位制下，通常股票熊市与竞争力下降、外部账户恶化、较差的流动性、经济衰落和普通物价水平联系在一起。

投资者在判断价格走势时所碰到的问题是，与主要贸易伙伴国相比，国内价格是否具有竞争力。如果具有竞争力，那么就会出现相反的情况——外部账户平衡、流动性增强、经济扩张，于是导致证券价

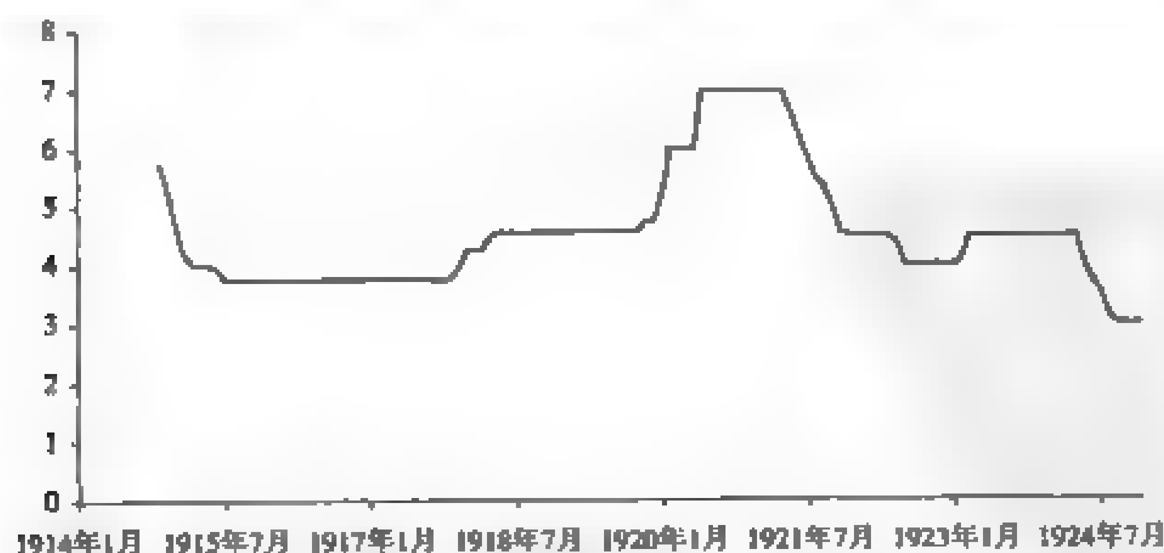


图 1—3　纽约联邦储备银行贴现率——1914 年至 1924 年

来源：联邦储备银行《银行货币统计数据》（*Banking and Money Statistics*）

全国最低交易手续费免费办理国内正规期货开户 零佣金 ……交易所手续费
……QQ咨询 956228088 ……www.7help.net

格的上升。由于先前价格调整的幅度较大，所以很难判断1920年开始的通货膨胀什么时候才能结束。1914年6月至1920年5月美国批发价格上涨了147%。一战期间美国的主要贸易伙伴采用浮动汇率，从而产生较高的通货膨胀，所以据此判断通货膨胀后美国的竞争力就更加困难了。

一战结束后不久，法国法郎、德国马克和英国英镑对美元的汇率下降，从而导致国际资本流入这些国家，因为外国投资者断定这些国家将重回金本位制，它们的货币将恢复到战前水平。但是希望很快破灭，1919年汇率继续下降。从1919年初到1921年初法国法郎和德国马克对美元的汇率下降超过60%，英镑对美元的汇率几乎下降了30%。其他国家的通货膨胀率也很高，所以无法判断美元价格需要下降多少才能保证金本位制下外部账户的平衡。

判断需要调整的幅度是理解流动性偏低和经济活动衰弱的关键。工业股票牛市一直持续到1919年11月，所以有人认为无需进行调整。但是他们错了。

一战之后的投资者如何评价金本位制控制下的国内价格水平？由于第一次世界大战导致全球经济混乱，对此很多人感到迷惑不解，这毫不奇怪。美元价格上涨的幅度是自内战以来最大的一次，没有人知道新的联邦储备系统是如何影响价格的。美国参战之前价格就开始上涨，所以有人期望，在1917年4月联邦储备委员会开始采取行动之前，金本位制能够有效地抑制价格的上涨。随着黄金大量流入美国（见表1—2）和高能货币储备的增加，事实与人们的期望背道而驰。

表1—2　　美国财政部年末黄金储备和全年进口黄金

年份	黄金储备	净进口
1914	1 526	−165
1915	2 025	+421
1916	2 556	+530
1917	2 868	+180
1918	2 873	+21
1919	2 707	−292
[illegible]	[illegible]	[illegible]

来源：美国统计局

在正常情况下，流动性过剩必定导致价格的上涨，损害美国的竞争力并促使黄金外流。但是在战争时期调整幅度较为猛烈。在某种程度上，军火需求和物资需求对价格的敏感度不如人们对食物的需求及对和平的渴望那么强烈，这就导致其他国家对美国物资有着很大的需求。

欧洲国家黄金大量外流，它们本该实行通货紧缩的政策，因为这样才能显著提高竞争力并使黄金重新流入本国。但是新的安全形势使得资本家很难将黄金输入欧洲。尽管战时生产能够打断金本位制的正常运作，但是战争期间欧洲各国物资的缺乏导致价格飞涨。美国价格波动不是很明显，所以并未影响外部账户的平衡状态，也没有导致黄金流入欧洲国家。尽管美国坚持采用金本位制，但是在参战之前就已经出现了严重的通货膨胀（见表 1—3）。战后投资者不得不考虑黄金的稳定性。欧洲国家需要多长时间才能重建家园，从而真正威胁到美国的工业和国家竞争力？和平是否意味着黄金重新流入欧洲，或俄罗斯和德国的社会动荡使得其他国家在美国进行黄金储备？根据金本位制分析普通价格走势具有一定的难度，但是 1917 年 3 月至 1919 年 11 月联邦储备委员会的措施使之更加复杂。

表 1—3　　1914 年 6 月—1920 年 5 月三个时段内批发价格增幅

美国中立期间 1914 年 6 月—1917 年 3 月	一战期间 1917 年 3 月—1918 年 11 月	和平时期 1918 年 11 月—1920 年 5 月
[illegible]	[illegible]	[illegible]

来源：弗里德曼和施瓦茨《美国货币史：1867—1960》

为了判断黄金的未来流向以及联邦储备委员会货币政策的灵活性，投资者还需要评估美国经济和公司收益增长的延续性。除非能够评估和平时期上市公司的利润水平，否则无法判断经济和公司收益的具体情况。即使借助事后认识，我们还是很难准确量化 1914 年至 1919 年美国经济增长中，哪些是实际增长，哪些是受通货膨胀影响而增长的。你可以参考这段时期内货币调整和价格调整的幅度。但是经济规模的变化有很大的不确定性。1929 年美国商务部首次公布了国内生产总值的统计数据。1929 年之前都是由经济历史学家估计美国经济的增长幅度的。（见表 1—4）

[illegible] 95621 8088 [illegible] www.[illegible].net

表 1—4　　GDP 年均变动率

	名义 GDP	实际 GDP
1914	−6.3	−7.7
1915	+5.8	+3.4
1916	+26.4	+16.1
1917	+19.5	−0.2
1918	+20.4	+7.6
1919	+10.5	−3.2
1914 年末至 1919 年末	+123	+25

来源：内森·鲍尔可（Nathan Balke）和罗伯特·戈登（Robert Gordon）《战前国民生产总值估算：方法和新证据》（*The Estimation of Pre-war GNP: Methodology and New Evidence*），美国国家经济研究署第 2674 号报告。

1914 年末至 1919 年末实际经济增长迅速，主要归功于 1916 年的繁荣时代，因为欧洲战事需要大量资源，所以处于中立的美国提供了很多资源。1916 年实际经济增长占 1915 年至 1919 年实际总增长的 70%。除了很难判断货币的紧缩程度之外，战争使得投资者很难正确判断证券价值。在判断战后股票的价值时，投资者需要弄清几个关键问题：1916 年的繁荣时代是否意味着美国所占的世界贸易比重大幅上升，从而使美国公司持续获得利润？如果 1916 年的繁荣仅仅是一个特例，那么和平时代是否导致利润大幅下滑？能否根据战时的利润水平判断股票的价值，或者战前的利润水平是不是评估价值的正确标准？

即使有人得出结论认为经济的实际增长是一个常态，那么对于投资者来说战时的重新调整仍然存在风险。尽管与战前相比实际经济规模更加庞大，但是需要将战时通货膨胀这一因素予以抵消。那么需要什么程度的通货紧缩政策？通货紧缩政策对美国金融系统将会产生什么样的危害？联邦储备委员会提供弹性货币的能力是如何影响价格调整和金融系统的稳定的？人们普遍担心批发价格上涨 147% 这一因素也会被抵消，通货紧缩将会导致严重的经济危机，对于那些通过贷款购买昂贵物资的人们来说尤其如此。1918 年 11 月至 1919 年底联邦储备委员会的行动表明，为了防止调整幅度过大，他们将全力供应货币。在 1919 年 11 月贴现率上升之前，投资者看到的就是这样的景象。似乎有必要采取一些通货紧缩的措施，但是紧缩的幅度和持续时间将会是多少呢？

尽管投资者期望战后银根紧缩，但事与愿违。有些国家并没有继

[illegible]

续采用金本位制，而是寻求其他方法摆脱战后经济的萧条。投资者也意识到其他的方法，于是1921年夏季他们开始讨论德国、俄罗斯、波兰、匈牙利和奥地利所选择的方法是否正确。这些国家的货币不再与黄金挂钩，而是通过印刷纸币来刺激经济增长、提高就业率并防止通货膨胀。

起初这个方法确实奏效，但如表1—5所示，在这个过程中黄金对货币的支持度显著下降。一战之后德国避免了通货紧缩，1921年它的批发价格通胀指数为29%，而同期法国的通货紧缩指数为24%，英国和美国的价格分别下降了26%和11%。虽然德国物价上升，但是经济并没有衰退。股票市场甚至一度繁荣起来：

通货膨胀导致实际汇率下降，从而刺激出口、增加就业并提高了生产力……投资者应该通过清空银行账户以便保护他们的存款。他们应该购买公司的期权，然后将价格上涨的压力转嫁给消费者，这样就能够得到分红，并与通货膨胀保持步调一致……实际股票价格的上涨一直持续到1921年底。

表1—6　　黄金及纸币的偿付比率

(%)	1914	1921
[illegible]	[illegible]	[illegible]
英国	135	34
法国	67	15
意大利	60	10
比利时	35	5
德国	54	1.5
奥地利	54	0.01
瑞士	52	58
荷兰	53	59
西班牙	53	59
瑞典	42	35
丹麦	51	46
日本	67	112

来源：《华尔街日报》1921年7月2日

1921 年 3 月至 8 月法兰克福平均股票指数上涨 40%。1921 年 9 月初由于证券交易员无法处理投机行为所产生的交易量，所以柏林证券交易所暂停交易。1921 年 9 月 9 日出版的《华尔街日报》认为，市场价值的下降预示着牛市的到来。

7 月初马克纸币开始出现贬值的迹象，德国投资者感到惊慌，于是在货币进一步贬值之前急忙地将手中的纸币投资于工业股票和其他证券。

尽管出现恶性通货膨胀的迹象已经越来越明显，但是仍然有外国投资者持乐观态度。德国政府估计，1921 年 6 月外国投资者大约持有 10 亿美元的德国银行票据和债券。这些投资者都是在美元对德国马克的汇率从 1:12.5上升到 1:100 时增持的。但是只有《华尔街日报》对德国及其货币的前景持悲观态度，甚至德国民众都意识到这种货币政策可能带来的影响。当参加布鲁塞尔会议的英国代表团团长发表评论认为德国正在迈向深渊时，一位匿名的德国银行家做出这样的回应：

"我们不在乎英国的建议。他们只会考虑自己的利益。也许我们正在陷入深渊，但是我们将把法国拖下水，这就意味着整个欧洲的破产。"

如表 1—6 所示，德国已经走向极端了，最高的月价格通胀率甚至超过了百分之三百万。其他国家的情况稍微好一些，俄罗斯的最高价格通胀率是 213%，波兰最高价格通胀率是 275%，奥地利和匈牙利的最高价格通胀率分别是 134% 和 98%。1921 年世界各国都实行通货紧缩政策，但是那些看似积极的政策往往使投资者血本无归。

表 1—6　　1918 年至 1923 年德国批发价格指数

1918	152
1919	29
1920	1 040
1921	1 338
1922	23 927
1923	11 634 000 000 000

来源：米切尔（B. R. Mitchell）《欧洲历史统计 1750—1970》（*European Historical Statistics 1750—1970*）

但是必须记住，如果美国投资者试图判断美国价格水平趋于稳定的时刻，那么就不得不考虑德国的通货膨胀政策。有时这一政策确实奏效。实际汇率下降，占领了很多商品市场。如果这一政策得以延续，那么俄罗斯、波兰、奥地利和匈牙利都会走相似的道路，美国调整经济的幅度比想象得要大得多。如果没有金本位制，那么判断价格和经济见底的时间将会更加复杂。

全国最低交易手续费……QQ……45822088……www

第 2 章
1921 年的市场结构：
消费社会出现了

在这个城市里，我先是试图整理出无数股票的行情清单，接着我在转椅上睡着了。中午时分我被电话吵醒，然后我就满头冒汗地开始忙碌起来。

——弗兰西斯·司各特·菲茨杰拉德《了不起的盖茨比》

1921 年的股市

对于机构投资者而言，1921 年的股市不同寻常。确实存在此类投资者，但是普通股票仍被视为具有投机性，机构投资者对债券市场有着非常浓厚的兴趣。表 2—1 所示的是 1921 年 7 月纽约证券交易所的股票市场结构。

表 2—1　　1921 年 7 月 30 日股市结构

总发行量	586
优先股发行量	185
上市公司数量	382

来源：《华尔街日报》1921 年 8 月 1 日。注释：很多公司持有多种上市股票。

尽管只有 382 个公司在纽约证交所上市，无法与现在2 500个上市公司相提并论，但是投资者仍然可以自由选择很多种工业股票。最主要的板块是铁路、钢铁和石油。1921 年公开发行的股票似乎反映了当代投资者的利益需求。1921 年前 8 个月新发行的股票当中，铁路股票的比重不足 1%，剩下的是公用事业股票和工业股票，它们各占半壁江山。一个新兴产业迅速壮大——汽车股票。其他新兴产业包括橡胶和烟草，前者受到蓬勃发展的汽车工业的推动，后者的兴起主要是因为消费者的需求从传统的散叶烟

草转移到人造香烟。

铁路：自从1830年莫赫克·哈德逊铁路公司（Mohawk & Hudson）在纽约证交所上市，投资者都能够购买美国铁路证券。很早以前铁路公司的竞争非常激烈，但是尽管19世纪很多铁路公司最终破产，但是投资者仍然可以选择其他铁路股票，如：埃琪森·托皮卡和圣塔菲（Atchison Topeka & Santa Fe）、巴尔的摩和俄亥俄（Baltimore and Ohio）、加拿大太平洋（Canadian Pacific）、切萨皮克和俄亥俄（Chesapeake and Ohio）、纽约中南太平洋（New York Central Southern Pacific）和联合太平洋（Union Pacific）。

钢铁：摩根大通并购了卡耐基钢铁公司以及其他几家钢铁公司，从而使美国钢铁公司占据垄断地位。美国钢铁公司的运营资本是其他12家上市钢铁公司的两倍。但是到了1921年，它的产能利用率下降到20%。

汽车：大约50%的美国汽车是由福特公司制造的，但是直到1956年它才最终上市。投资者可以选择其他主要汽车制造商如通用汽车的股票，以及斯度德贝克（Studebaker）、皮尔斯银箭（Pierce Arrow）、威利斯－奥佛兰（Willys-Overland）、共和汽车（Republic Motors）和麦斯威尔汽车公司（Maxwell Motors）的股票。

石油：这个板块是由过去的标准石油托拉斯组织所垄断的，旗下有13家上市公司如加州标准石油公司、新泽西标准石油公司和俄亥俄标准石油公司。其他独立的中小板块在战争期间一度繁荣起来，人们特别关注墨西哥湾石油公司。联合石油（Associated Oil）、柯斯顿石油（Cosden Oil）、休斯顿石油（Houston Oil）、无敌石油（Invincible Oil）、墨西哥湾石油公司（Mexican Petroleum）、太平洋石油公司（Pacific Oil）和辛克莱石油（Sinclair Oil）都是投机者的热门选择。

橡胶：固特异公司（Goodyear）开发出硫化技术，使得橡胶能够应用于制衣及其他领域，这就使得橡胶公司的生意兴隆起来。但是汽车的问世才使得四家上市橡胶公司，包括古德里奇（Goodrich BF）和美国橡胶公司（US Rubber）得以迅猛发展。

采矿：第一次世界大战期间采矿业获得长足的发展，尤其是铜矿企业。但是战后价格急剧下降给采矿业带来沉重的打击，铜的价格下跌到1911年的水平。1921年铜的价格是12美分/磅，而一战之前的8年里铜的平均价格是15.5美分/磅。直到20世纪50年代铜的价格才超过了1916的水平。1921年只有8个大型铜矿还在生产。纽约证交所上市的铜矿企业包

全区最佳交易系统研究群 ... 任何地方需要此类信息 ... QQ ... 4582.8088 ... www.the...net

括阿纳康达（Anaconda）、霍姆斯泰克（Homestake）和多姆（Dome）。

零售：原先上市的零售企业主要是邮购公司，但是连锁商店和百货公司已经具备了上市的规模。主要零售公司股票包括西尔斯罗巴克（Sears-Roebuck）、伍尔沃斯（Woolworth's）、蒙哥马利沃德（Montgomery Ward）和五月百货（May Department Stores）。

制糖：一战期间以及结束后制糖业进入牛市。但是与其他商品一样，1920 年至 1921 年经济衰退严重影响了糖的价格。1920 年精制糖的价格是 26 美分/磅，但是 1921 年夏季它的价格猛跌至 5.5 美分/磅。在金融灾难中，国民城市银行接受了制糖公司的坏账，摇身一变成为古巴最大的糖业公司之一。制糖业主要集中在古巴，在过去的 6 年里糖产量翻了一番，占国民经济的 1/3。这些上市公司既产糖也炼糖——关塔那摩糖业公司、古巴蔗糖公司以及美国炼糖公司。

烟草：自从美国建立烟草托拉斯以及香烟产业的迅猛发展，烟草行业面临根本性的变化。当时主要的烟草投资商是罗瑞拉德（Lorillard）和利吉特 & 迈尔斯公司（Liggett & Myers）。

其他：主要板块之外是一些从事其他新兴行业的公司，从滑翔制造到沥青层面制品不等。在那些愈发重要的行业板块内，这些公司的股票被频繁地交易——美国运通（American Express）、AT&T、可口可乐、伊士曼柯达（Eastman Kodak）、通用电气、纳贝斯克公司（Nabisco，即 National Biscuit Company 的缩写）、奥的斯电梯（Otis Elevators）和威斯汀电气公司（Westinghouse）。

当熊市来临时，由于得到政府提供的保本收益，所以投资者感觉很好。由于铁路已经国有化，所以在一战之后它并没有像商品价格和股票市场那样繁荣过。尽管政府保证根据历史价格给予固定的投资收益，但是即便如此投资额仍未见增长。当然 1920 年至 1921 年经济开始衰退时，政府所保证的收益确实有其好处。如图 2—1 所示，从 1919 年市场波峰到 1921 年 8 月市场波谷期间，铁路指数的下跌幅度只有道琼斯工业平均指数的一半。此外它还说明，标准普尔综合指数和优先股的表现远远优于道琼斯工业平均指数的 20 种股票。

并非所有的大型公司都在纽约证券交易所上市。1921 年 6 月 28 日之前在大街的人行横道上还有一个交易市场，人们在此交易一些公司的股票。当这些公司在全球获得成功之后，这个经历成为一段佳话。这些公司

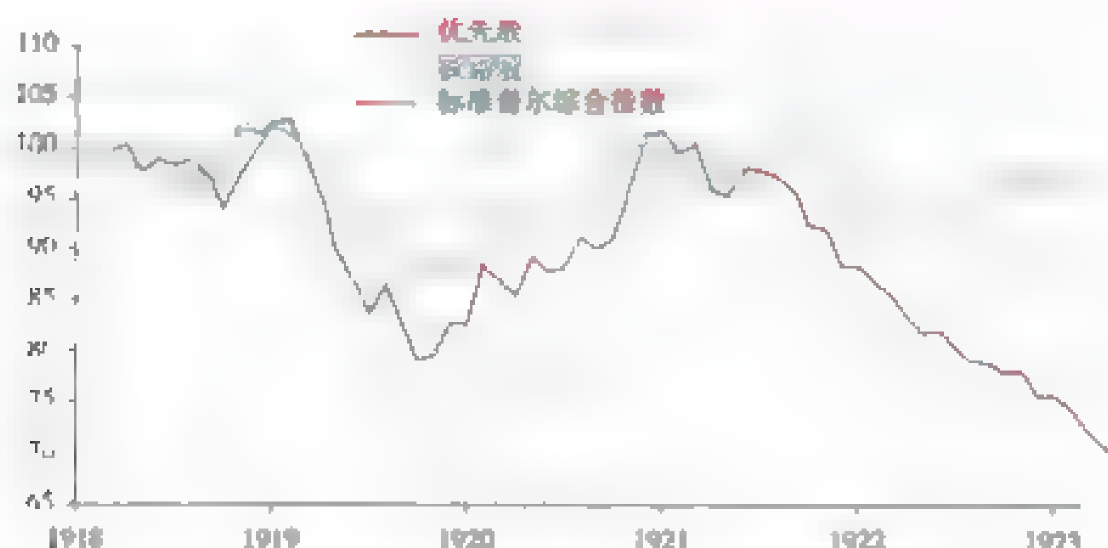


图 2—1　铁路股、优先股和责任指数与道琼斯工业平均指数的关系

来源：美国国家经济研究局报告及 www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm

包括英美烟草公司、吉列（Gillette）、菲利普·莫里斯（Philip Morris）和美国无线电公司（Radio Corporation of America，简称 RCA）。

很多公司渐渐退出历史的舞台，但是它们仍在继续运营。1921 年投资者渴望支持奥维列的莱特兄弟，当然他们有机会购买莱特兄弟创建的莱特航空公司的股票。公司专门研究航空发动机，1929 年被柯蒂斯公司（Curtiss）并购，20 世纪 50 年代末已经完全放弃航空研究了。1921 年萨维奇轻武器公司（Savage Arms Company）的前景开始光明起来，因为 1919 年它们的杠杆式来福枪得到兰姆·贝尔将军（Lame Bear）的支持。如今的投资者也许对购买阿科美公司（National Acme Co.）股票很感兴趣；不幸的是公司主席认为他们是在生产"节约劳动力的机器"，这与威利狼（Wile E. Coyote）公司所生产的独特产品有着很大的不同。1921 年关塔那摩是一家糖业公司，而如今它有着迥然不同的含义。

1921 年的债券市场

"帕克有麻烦了，"他突然说道，"当他把债券递进柜台时，他们把他逮住了。5 分钟之前他们收到纽约的协查通告，告诉他们具体的号码。你怎么可能知道这些事情？在这个乡巴佬城镇，你不能对其他人讲任何事情。"

——弗兰西斯·司各特·菲茨杰拉德《了不起的盖茨比》

债券市场的长期熊市丝毫没有结束的迹象，这就直接导致了 1919 年至

1921 年证券市场牛市的产生。1921 年债券投资者所面对的是自 1899 年开始的长期熊市。1899 年至 1921 年政府债券的偿债收益并不能准确地反映投资回报。1900 年至 1916 年联邦政府国债供应不足，联邦负债占 GDP 的平均比率为 4.2%。由于供应有限，再加上法律允许国家银行以国债为抵押发行货币——1913 年 9.65 亿美元的政府负债中有 80% 是为货币提供担保的，于是就人为地增加了需求。

人为控制收益以及限制联邦国债的流动性迫使投资者寻找更加灵活、收益更高的债务证券。1899 年至 1916 年投资者的主要投资对象是公司债券。这个市场的规模几乎是整个美国政府债券市场的 20 倍。图 2—2 所示的是 1900 年至 1921 年平均偿债收益的增长情况。

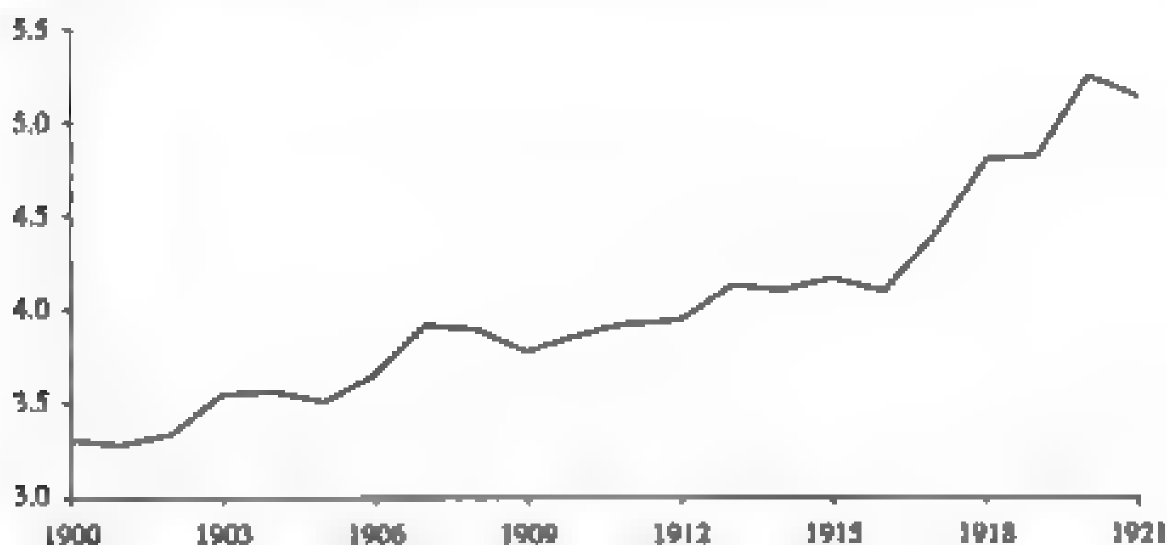


图 2—3　美国优等公司债券平均收益

来源：西德尼·霍默（Sidney Homer）和理查德·塞拉（Richard Sylla）《利率历史》（*A History of Interest Rates*）

图 2—2 说明，1899 年至 1916 年公司债券熊市的阴霾逐步褪去，而 1917 年至 1920 年收益猛增。联邦储备系统调低了 1914 年至 1918 年的利率，但是 1917 年美国参战之后这个措施并没有阻止债券价格的猛跌。1917 年 1 月至 1920 年 5 月公司债券的价格下跌了 23.6%，这几乎超过 1899 年至 1920 年整体跌幅的一半了。这三年是自美国内战以来最糟糕的债券熊市。

随着美国参加第一次世界大战，美国债券市场发生了天翻地覆的变化，最终联邦负债占据了公共债务市场。如图 2—3 所示，美国联邦负债占 GDP 的比重从 1916 年的 2.7% 上升到 1921 年的 32.9%。这是美国历史上最大规模的负债。当然 1866 年联邦负债占 GDP 的比例高达 31.0%，不过那是美国内战的金融遗产。联邦负债从 1916 年的一个无法流动、定价过高

的金融产品发展成为1918年具有很强流动性并被广泛持有的金融产品。1920年联邦负债规模达到243亿美元，而公司债券市场规模只有180亿美元。据估计共有1 800万民众购买了1917年至1918年间的自由公债，这简直令人印象深刻，因为当时美国人口总数刚刚超过1亿。

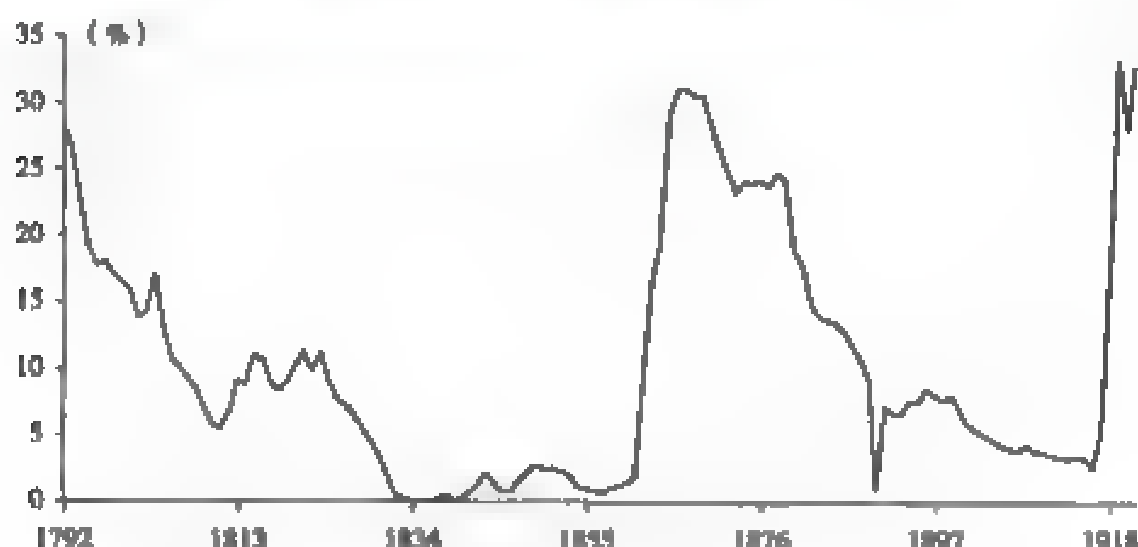


图2—3　1792年至1921年美国联邦债务占GDP的比重

来源：美国统计局

自由公债和胜利公债的发行刺激了公债市场的发展，也吸引了几百万新投资者进入金融市场。1921年自由公债占联邦公债的71%，战后发行的胜利公债又占了联邦公债的16%。第一期自由公债的收益率是3.5%，但是政府财政仍然很困难；第四期自由公债的收益率上升到4.25%。和平并没有为债券投资者带来任何好处，因为战后经济的繁荣导致通胀率的上升。在1920年至1921年的债券熊市中，约有80%的自由公债持有者将公债抛售了。

1921年夏季纽约证交所债券的日均交易量达到1 000万美元，而股票的日均交易量为3 600万美元。投资者的注意力集中在联邦公债和其他公债上，联邦公债交易往往占一半以上，有时甚至达到2/3。由于自由公债和胜利公债的最低发行量都是38亿美元，所以任何公司债券的交易量都无法超过政府公债的交易量。其他较为活跃的债券还包括伯林顿债券、联合王国债券、古巴糖业公司债券、宾夕法尼亚铁路公司债券、法兰西共和国债券和西欧联盟债券。

除了联邦公债之外，如表2—2所示，在纽约证交所交易的其他债券名目繁多，分为三类：工业、铁路和政府市政（纽约市政债券是唯一的市政债券）。

全区最低交易手续费[illegible] QQ [illegible] 4582.8088 [illegible] www [illegible]

表 2—2　　1921 年 8 月 31 日的各种债券

	发行量
政府市政	41
工业	63
铁路	144

来源：《华尔街日报》

当然也有很多债券并未在纽约证交所上市，各种交易者在证券交易所之外进行此类证券的交易。1920 年多数公司债券都已经撤离纽约证交所。如表 2—3 所示，1920 年债券市场共有6 000个上市债券，这个数字是纽约证交所股票交易量的 10 倍。

表 2—3　　1920 年 12 月美国公司债券

	发行量	百万美元
铁路	1 700	9 631
公用事业	3 795	6 074
工业	868	2 380

来源：布雷多克·希克曼（Braddock Hickman）《1900 年至今公司债券融资的统计度量》（*Statistical Measures of Corporate Bond Financing Since 1900*）

越来越多的外国主权债券在纽约证交所上市，这就表明一战期间美国已经逐渐超越英国成为全球金融中心。1921 年阿根廷、比利时、巴西、加拿大、智利、古巴、丹麦、多米尼加、法国、日本、墨西哥、挪威、瑞典、瑞士、英国和乌拉圭的债券在纽约证交所上市交易。尽管日本政府、东京、苏黎世和阿根廷的债券都在纽约证交所上市交易，但是全球金融控制权已经转移，因为这些政府债券和市政债券的面值都是以英镑计量。但是最大的单一债券和外国综合债券的发行方是英国。清算在美国的投资并不能提供足够的军事财政，1921 年在纽约证交所上市的主权债券的面值达到 4.5 亿美元。当时墨西哥政府债券面值最低。不到 30 美分的价格表明自 1914 年以来墨西哥政府财政一直处于亏空状态。当时沙皇俄国尚未恢复君主制，所以根本无法赎回沙皇俄国政府债券。1921 年沙皇俄国政府债券在证交所场外交易市场的交易价格只有 20 美分。

第3章

1921年夏季熊市见底：收于63.9点

但是还有乔丹陪伴着我，与黛西不同，她能够将梦想一直延续下去。

——弗兰西斯·司各特·菲茨杰拉德《了不起的盖茨比》

在主要的牛市里，证券价值跌至最低点。但是价格的大幅下挫仅仅是证券价值严重低估的一个原因。其实在熊市开始之前，价值低估的趋势就已经显现出来了，因为股票价格并未与经济和收益的增长保持同步。我们将会看到，股票价值上升已经成为美国所有熊市见底的一个特征，即使在熊市来临之前也是如此，当然1929年至1932年是个例外。从道琼斯工业平均指数的问世到1921年8月24日道指跌至谷底期间的股市告诉我们，股价和收益的变化是如何影响并造成股票价值下跌的（见图3—1）。

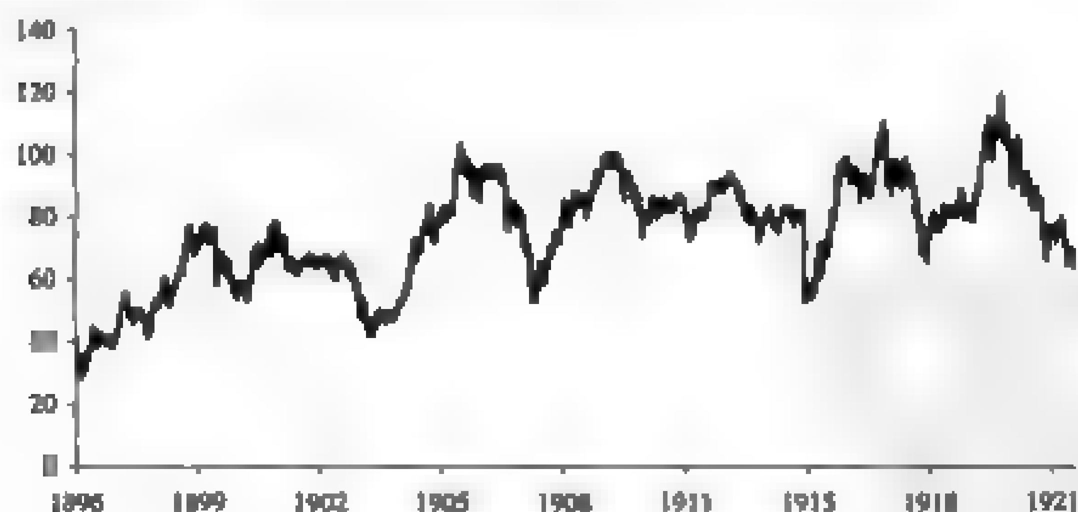


图3—1 道琼斯工业平均指数（1896—1921）

来源：道琼斯公司

1921年8月24日道琼斯工业平均指数收于63.9点，与1899年1月

[illegible] www.ihei p.net

27 日的收盘数完全相同。也就是说，在这 20 年里工业指数原地踏步。但是股票的糟糕表现与美国经济形成鲜明的对比。表 3—1 表明了美国经济的巨大进步。名义 GDP 增长 383%，实际 GDP 增长 88%。这段时间人均 GDP 增长了 33%，这主要与人口增长有关。只有最佳板块的上市公司才能有所收益。钢产量增加了 4 倍多，铁路运营里程增长了 148%。很多上市公司进入汽车制造行业，从而导致汽车行业获得指数级的增长。此外上市公司还从事其他增长型行业，如香烟、电力和电话。

表 3—1　　1899 年至 1920 年底美国的变化

	[illegible]	1920	+/−%
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
经济活动人口（百万）	29	42	+45
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
平均小时工资（制造业）	21 ¢	66 ¢	+214
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
劳工联盟会员数	611 000	5 048 000	+726
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
生活成本指数	66.1	203.7	+208
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
平均寿命	48	56	+17
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
实际 GDP（十亿美元，以 2000 年币值计算）	322.1	606.6	+88
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
采矿业总体价值（百万）	798	6 084	+662
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
原油开采量（百万桶）	57	443	+677
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
国民住宅量（百万）	16	24	+50
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
制造业资产的账面价值（十亿）	9	40	+344
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
火车机车数量	2 475	3 672	+48
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
建筑材料总价值（百万美元）	1 006	4 777	+375

续前表

	1899	1920	+/-%
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
铁路部门职工（千）	929	2 076	+123
汽车销售量	4 192	1.9m	
汽车登记数量	8 000	9.2m	
电话数量（千）	1 005	13 329	
出口（百万美元）	1 321	8 664	+563
出口数量指数	70.8	141.8	+100
国际投资净额（百万美元）	(2 797)	3 700	
实际国内私有资产的总值（指数）	43.6	78.3	+80
专利数量	23 278	37 060	+37
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
商业银行数量	11 835	30 291	+161
流通货币总额（百万美元）	1 904	5 467	+187
联邦开支（百万美元）	605	6 403	+958
联邦政府的总体负债（百万美元）	1 436	24 299	
现役军队数量	100 166	343 302	+242

来源：美国统计局以及彼尔可和戈普，根据商务部的国际收入数据进行调整。注释：空白意味着增长幅度很大。

道琼斯工业平均指数较为低迷，与当时股票的实际收益不符，但是我们不能因此责怪道琼斯指数。与当时的投资者一样，本书将道琼斯工业平均指数视为普通股票市场表现的度量标准。但是借助事后认识，我们可以将道琼斯指数的表现与1938年阿尔弗雷德·考尔斯（Alfred Cowles）发布的更广泛的指数进行比较。考尔斯是一个私人投资者，他对所谓的专家意见很不满意，于是将大部分时间用于研究这些意见的缺点。这个行为的一个目的就是创造一个范围更广的指数，以便衡量股票价格的表现。这个宽泛指数的基础是：

如果1871年投资者购买了在纽约证券交易所上市的所有股票，根据股票的总体金融价值均衡地购买股票，然后在1938年之前每个月都会根据相同的原则重新分配持股比例，那么投资者的资金将会发生什么样的变化。

如果扩大指数的范围，那么我们就能发现1899年至1920年证券价格

[illegible]

几乎没有上涨。此外1921年8月大市场的价格水平甚至与1881年6月持平。

[illegible] 标准普尔综合指数 [illegible] 500 [illegible]
[illegible]
崛起出现。这种情形一直延续到1982年的熊市。

总之，1881年至1921年股价停滞不前，与经济扩张形成鲜明的对比。人们对公司收益的增长幅度感到失望。1938年考尔斯的研究表明，从1881年至1921年40年间整个市场的每股收益下降了34%，而1938年每股收益已经跌至冰点。表3—2提供了每股收益的波峰和波谷的数值。

表3—2　　标准普尔综合指数（1871年=100）

[redacted]

1880——19世纪收益的波峰	123
1894——19世纪收益的波谷	40
1916——20世纪1929年之前收益的波峰	383
1921——20世纪收益的波谷	73

来源：罗伯特·席勒（Robert Shiller）《市场波动》（*Market Volatility*）

那么在计算这段时期收益的增长时应该使用哪一年的收益呢？如果我们使用1916年的收益，那么这40年间市场收益增长了250%。如果我们使用1921年的收益，那么收益就下降了34%。如果我们以1921年的收益作为基准，那么1921年1月的利润收益率就是24.5倍，但是如果以1916年的收益作为基准，那么利润收益率就是4.6倍。1916年实际经济增长达到惊人的16.1%，投资者怀疑它是不是判断利润的典型年份。通过借助事后收益，投资者有充足的理由相信，1947年的收益不会被超越，但是1929年除外。如果借助事后认识并宣布1921年的收益约等于1922年至1926年经济恢复期的平均收益，那么1921年1月的利润收益率就是7倍。

1881 年以来上市股票收益仅仅增长了 130%，但是同期美国名义 GDP 增长 732%，实际 GDP 增长 435%。所以尽管在动荡时代存在误判标准收益的可能性，但是 1881 年至 1921 年上市公司收益已经明显落后于经济增长。

展示这种落后状态的简单方法就是：从 1871 年相同的日期开始，比较名义 GDP 和标准普尔综合指数收益。图 3—2 展示了经济增长和上市公司报表收益增长的差异。在美国经济显著增长的年代，显然股东并没有获取足够的收益。在 1919 年至 1921 年牛市来临之前，投资者就已经对证券感到失望，其中最关键的一个原因就是公司收益增长并未与经济增长保持同步。

图 3—2　标准普尔收益指数（1871 年＝100）等于占美国名义 GDP 的比率

来源：www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm 及巴尔可和戈登《战前国民生产总值估算：方法和新证据》，美国国家经济研究署第 2674 号报告

股价处于停滞状态的另一个原因是价值的下降。如果将 1922 年至 1926 年平均收益视为标准收益，那么 1921 年 1 月市场利润收益率将会下降到 7 倍。图 3—3 表明利润收益率已经从波峰跌至波谷。

尽管 1921 年收益陷入谷底，从而导致 1921 年 12 月利润收益率为 25.2 倍，但是仍然有充足的证据表明股票相当便宜。累计留存收益的增长证明，公司表现和股价表现有着鲜明的差别。1915 年至 1920 年上市工业板块的平均每股留存收益是 48 美元，等于 1921 年工业股票的平均价格。

9 月 19 日一位匿名的银行家在《华尔街日报》上发表文章介绍当时的情形：

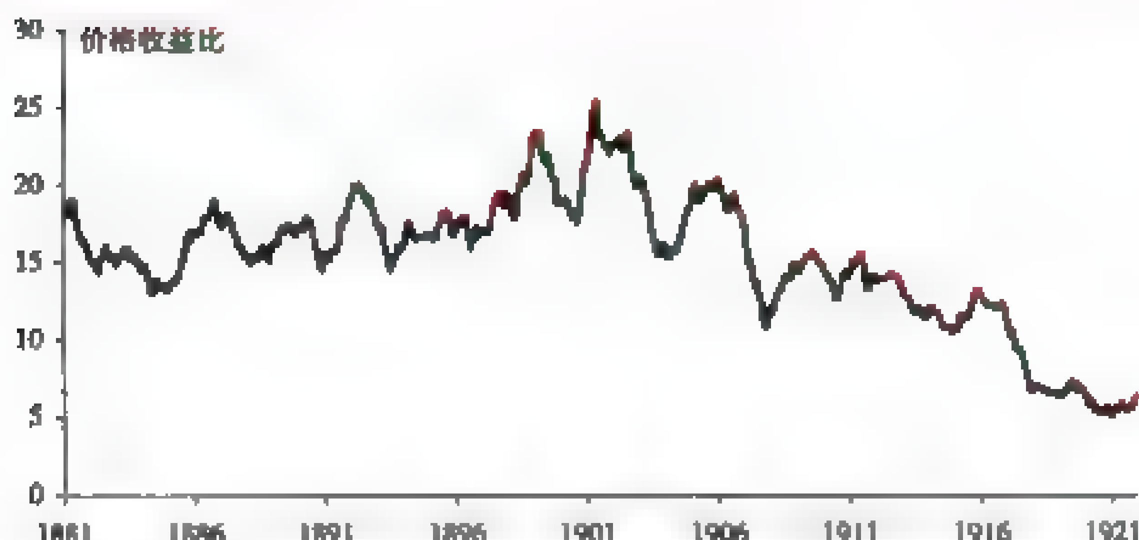


图 3—3 1881 年至 1921 年标准普尔利润收益率指数（周期性调整收益）

来源：www.econ.yale.edu/～shiller/data.htm

几十家公司以低于流动资产的价格revised出卖现有资产。对很多公司而言，股份的销售价格低于厂房的价值。铜矿企业股份的销售价格甚至低于铜矿设备的安装成本。很多工业公司股份的销售价格只有相应内在价值的 1/3。

于是投资者只能选择忽视收益。也许 1915 年政府公债从 11 亿美元上升到 240 亿美元使投资者购买股票的资金大幅减少，从而也分散了投资者的注意力。

由于 1881 年至 1921 年标准普尔指数未发生变化（见图 3—4），在这期间投资者没有获得任何资本回报。当然投资者确实获得了红利。

尽管再投资红利的回报高于投资商业票据的回报，但是 40 年间这种差异很小，股票投资者获得的回报仅仅比投资固定利率证券稍微高些。由于

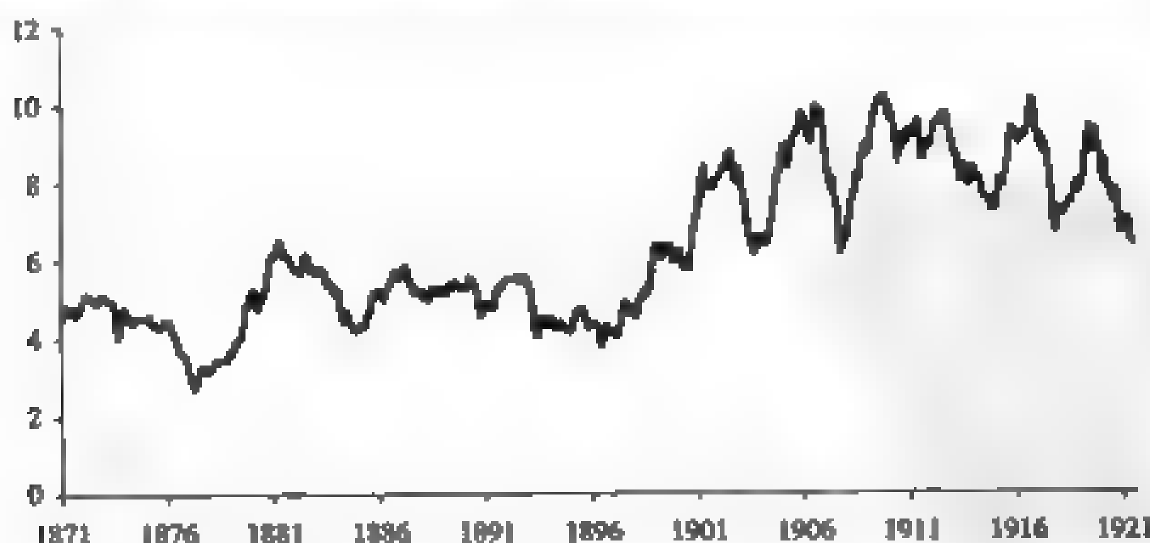


图 3—4 股市开始至 1921 年 8 月标准普尔综合股价指数

来源：www.econ.yale.edu/～shiller/data.htm

上市公司公布的收益增长显著低于经济增长以及收益价值减半，股票价格开始停滞不前。所支付的红利无法弥补糟糕的资本回报所造成的损失。(见图3—5)

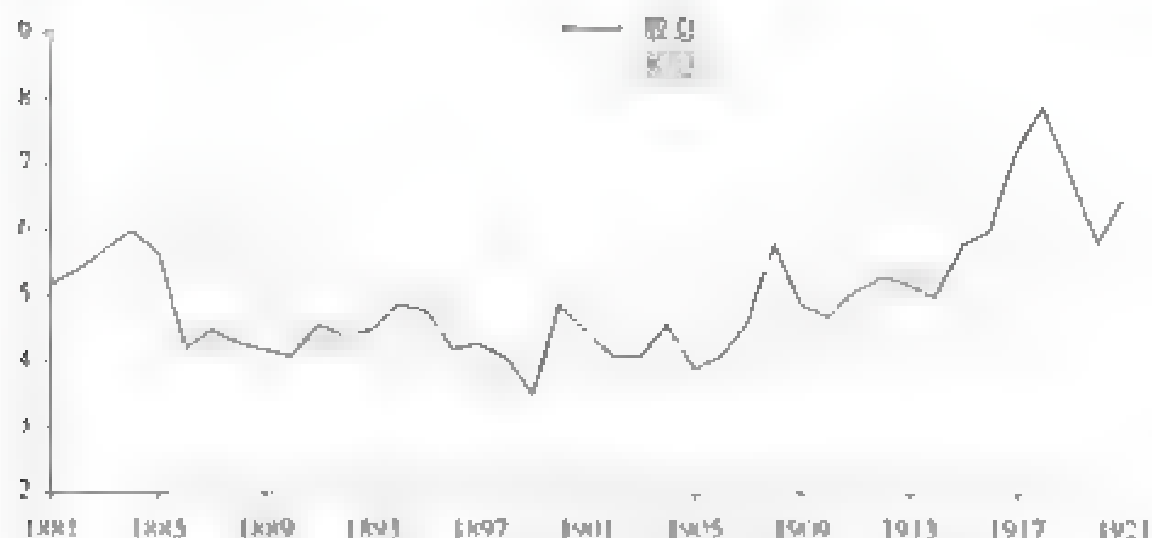


图3—5 标准普尔综合指数的股息，4至6个月期商业票据收益

来源：罗伯特·席勒《市场波动》

1921年的q值表明证券价格很低。因为只有在年底才能知道资产的重置成本，所以每年的q值都是以特定年份12月的数据来衡量的。在20世纪前3个月里，1905年的q值最高为1.12倍，而此时市场也处于波峰。1921年底q值只有0.35倍。1921年8月至12月市场相当活跃，这就说明8月的q值低于0.3倍，甚至只有0.28倍。证券的交易价值甚至不足资产重置成本的30%。(见图3—6)

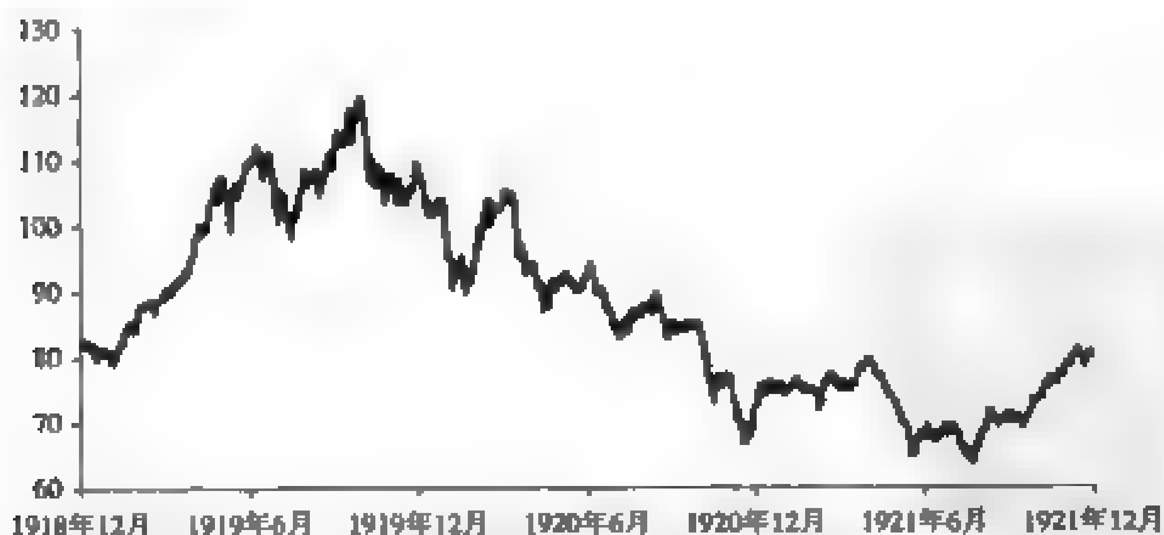


图3—6 1919年至1921年道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

全国最低交易手续费……开户……
……95621.8088……www.ihelp.net

1921 年 8 月证券价格很低，但是这种情况已经持续了很长时间——可以说是 40 年，至少从 1907 年熊市开始。

正面消息与熊市

这是人类社会出现深刻变化的时刻，空气中弥漫着兴奋的味道。

——弗兰西斯·司各特·菲茨杰拉德《了不起的盖茨比》

投资者在熊市期间抛出了很多观点——不要去接一把下落的刀以及市场见底时没有人高调进仓等。但是最普遍的建议就是，如果所有消息都是负面的，那么你就应该购买股票，而当时的媒体充斥着大量的负面报道。如果投资者听取了这个意见，然后当 1921 年 8 月 24 日市场见底或在 1921 年都未曾购买证券，那么他将错过 20 世纪最雄伟的牛市。

1921 年夏季《华尔街日报》的新闻报道以及内部消息都认为，经济紧缩和股票熊市即将结束。不仅社论发表这样的观点，商人甚至政治家都准确预测战后调整已经接近尾声。下面的短句节选自 1921 年 8 月 24 日华尔街见底时前后两个月所出版的《华尔街日报》，人们普遍抱有乐观的情绪，从而驳斥了传统的市场格言：投资者应该做好充分的准备，直到所有正面新闻销声匿迹。

6 月 25 日：钢铁生产商对当前形势感到欢欣鼓舞。他们意识到，消费者最终仍会购买钢制品，所以销售增长并未结束。

6 月 27 日：美联储的公告宣称，国内几个生产领域开始逐渐好转，所以无需等待出口和国际贸易状况的改善。

6 月 27 日："由于联邦储备银行坚定地认为银根即将松动，所以经济开始恢复，我相信商业票据的利率将达到 5%。"［美联储主席克瑞辛杰（Crissinger）的评论］

6 月 27 日："我们已经陷入谷底，当价格开始轻微上涨时，人们迫不及待地购买股票。当公司能够通过联邦储备银行获得优惠利率的贷款以便扩大生产规模时，国际贸易和国际贷款将自动由商人自己处理。"［哈里·辛克莱（辛克莱联合石油公司创始人）］

6 月 30 日："矿物油、糖、纸张等商品较低流动性的重要性高于铜、棉花、羊毛、丝绸、皮革和谷物较低价格的重要性。"

7 月 1 日："随着生产渐渐恢复以及一些产品的价格趋于稳定，秋季交易理应能够鼓舞人心。"［联邦储备委员会商业评

……QQ…… 45821808 …… www …… net

论]

7月1日： 很多银行家相信平均商品价格已经陷入或接近谷底。

7月11日： "我们已经进入熊市和牛市之间的积累阶段，这是应该特别关注已经在走上坡路的公司。"[JS Bache of JS Bache & Co.]

7月12日： "其实聪明的投资者仍然能够通过在波谷进仓和在波峰清仓来赚取利润。现在我们已经接近或者位于谷底，购买长期债券或投资股票能够在接下来的几年里获得丰厚的利润。"

7月14日： 在经济萧条的时刻，公司能够转危为安。国务卿胡佛在波士顿的演讲中表达了这一观点。其他商界和政界名人已经表达了同样的观点。在经济复苏的若干条件当中，调整工资变得愈发重要。农场主购买力的下降与工业停滞不前有着很大的关系。价格不可能瞬间涨到一定的水平，但是差距正在渐渐缩小。与年初相比，1蒲式耳（美国谷物容量单位，等于35.238升）小麦的交换价值已经有较大的增长。

7月15日： 很多大型经纪商行告诉他们的客户，经济萧条可能持续到9月。但是可能6个月之前股票市场就已经削弱或增强了变化所带来的影响，此外即使公司能够在11月或12月重新复苏，那么这种利好因素很快就会被股市[redacted]

7月18日： 全国汽车销售量有所上升。福特、斯图贝克（Studebaker）和道奇公司（Dodge）开足马力生产，而其他很多汽车制造商则是有节制地进行生产，结果发现销售量上升，所以不得不增加必要的产能。

7月27日： 粮食开始上市，而且重要的财政资助已经完成，那么公众也许认为经济开始增长，萧条局面已经过去，这样就能更好地理解推动工业和商业发展的驱动因素。

8月1日： 人们对市场交易仍然较为乐观，现在大多数人相信市场萧条局面即将结束，但是尚不清楚公司何时才能扭亏为盈。上周出现了两个鼓舞人心的因素：美国钢铁公司披露季度收益达到1 000万美元，超过人们的普遍预期；伯利恒钢铁公司所披露的财务报表表明，它已经能够支付6个月的普通股红利。

8月1日： 贾奇·加里没能证明他先前提出的观点是正确的，因为他宣称在不久的将来"这个国家将亲眼目睹最大的经济规模"。[美国钢铁公司董事长贾奇·加里]

8月1日： "与去年同期相比，消费需求基本持平，而零售业的规模反映了消费者需求（商品价格仍有下探的空间）。在过去的一两个月里，有些因素开始影响生产消费品的行业，如纺织业、制鞋业和制革业以及其他行业，而现在这个因素仍在发挥作用。但是这个观点最有价值的一面就是，它表明如果人们投资农产品，那么就能够持续获得较高的回报。"[联邦储备委员会对7月总体形势的评估]

8月1日： 那些能够长期抵制通货紧缩的商品越来越少。随着价格波动时代的逐渐逝去，进行期货交易的最大障碍业已消除。股市开始走低，而最为关

QQ 4582.8088

键的就是农场购买力的上升。

8月1日："现在我们非常确信，我们已经到达商业萧条的最低点。既然人们都能感觉到，那就不妨直说了。上月证券市场出现显著的变化，人们对美国工商业的前景持乐观态度。与此同时，银行票据交易和铁路交通运输量稳步增长，很多大宗商品的价格似乎更加稳定。"［布洛吉特公司（Blodget & Co.）写给客户的信件］

8月2日：芝加哥州立国民银行认为有可能看到经济复苏的迹象。价格波动是影响期货交易最重要的原因，现在它是阻碍工业运营的主要障碍。有证据表明，价格已经探底，商品的表现使得人们可以进行安全的期货交易……而农庄交易的停滞状态也接近尾声。对小麦交易所进行的前期营销和海量营销使得投资者的情绪发生决定性的变化。农业贸易的回升必将对美国工业带来积极的影响。

8月3日：全国的工厂主都在修理机器，这就使得机械制造局官员相信工业即将复兴。

8月3日：钢材价格已经接近谷底。前两周钢材订单的数量开始适度增长，也许这就是经济复苏并返回正常轨道的前兆。

8月3日：皮革行业的复苏也很明显。6个月前行业产能利用率只有20%或30%，但是现在有些美国皮革工厂开始实行两班倒的作息时间。

8月5日：很多经纪行建议购买股票，因为他们相信很快股市将走高。

8月9日："为了保护在熊市中陷入低潮的人们的利益，我想说的是经济已经进入恢复期。经济恢复最好的一个表现就是较低的市场利率。"［纽约联邦储备银行总监本杰明·斯特朗（Benjamin Strong）］

8月24日：道琼斯工业平均指数见底。

8月25日：与上月相比，商业环境能够清楚地反映经济复苏的情况，尽管仲夏低迷的行情可能会干扰人们的判断。在过去的半年里，信贷的广泛普及以及市场利率的大幅下降非常确切地表明，市场基础的改善促进了经济的复苏。

8月29日：全国各地一些大型造纸厂已经开始生产。

9月1日：越来越多的证据表明，多数行业已经出现较为乐观的情绪。很多农村地区的银行家对华尔街普遍的悲观情绪感到震惊。如果我们所讨论的农庄能有较大的丰收，那么也许情况会好不少。人们的感觉很不错。多数人已经实现软着陆，并且意识到自己所处的境地。

9月13日：很多事实表明美好时光就在眼前——最近棉花种植业的发展带来了很多的利润。铁路运输总吨位直线上升。政府拥有振兴商业的意愿和能力。对棉花种植业和畜牧业的扶持极大地解放了它们的生产力，从而有效地促进农业的发展。几乎所有公司的存货都消耗殆尽。

9月22日：极度繁荣的场景就在眼前。劳工部长戴维斯宣称："它并没有重回正轨，而是一扫而过并走向最美

全区最低交易手续费免费，理财中，两合规股指原始期货开户、零佣金，不限资金单日交易量点接申请交易所手续费
任何地方都可以上我们做，10倍杠杆免费，咨询QQ微信：45822808 期货开户开户 软件 Hotline www.the p.net

好的时代。我能够近距离地看到美国最壮观的繁荣景象。它离我们不远了。"

9月23日："所有历史表明繁荣和萧条具有一定的周期性，具体的循环过程如下：(1) 繁荣；(2) 清算；(3) 停滞；(4) 复兴。当时清算程序已经很正规了……当复兴阶段开始并且即将进入繁荣阶段时，需要牢记的是，繁荣必将导致经济扩张和投机行为无限制地发展，从而产生更大规模的萧条局面。但是如果人们牢记前两年的教训，那么就会发现需要经过很长的周期才能进入繁荣阶段，所以投资者的反应就不会那么强烈了。"［联邦储备委员会主席哈定在北卡罗来纳州夏洛特市北卡罗来纳博览会上的演讲］

10月2日：联邦储备委员会对今后一年多的时间内12个联邦储备区域的经济和金融形势充满信心。

10月2日："虽然商业周期的低潮已经过去。2月制造业开始大规模生产，从而避免产量持续下降。在经历了较长时间的低迷之后，一些重要商品如铜、锡、铅和棉花的价格开始回升，而失业率有所下降。这些事实并不意味着商业较为景气，这仅仅表明我们刚刚脱离低潮，并开始走上坡路。如果欧洲形势较为正常，而且美国也没有出现铁路罢工，那么我们可以自信地认为经济将会持续复苏。"［哈佛商业评论委员会］

10月5日：我们的国内局势和国际形势不足以使我们产生悲观情绪，同时也不能沮丧地认为世界已经陷入持久萧条的境地。随着价格趋于稳定而且更加均衡，阻碍经济恢复的影响因素逐渐消失。随着其他国家社会政治形势的好转，充足的购买力重新上涨，并成为普遍繁荣的先决条件。［约翰·德隆姆(John Drum)在美国银行同业协会第47届年会上的评论］

10月5日：闲置的汽车数量是衡量商业繁荣与否的有效参数。过去几周的趋势表明贸易和工业开始发展。现在美国有足够的汽车和火车来满足50%的商业需求。一旦商业需求恢复到75%，那么就需要调动所有汽车才能完成铁路的运输量。正常的商业环境意味着汽车的稀缺性。

10月5日：在东方进行为期6个月的考察之后，星期四罗伯特·道拉(Robert Dollar)在上海登上了他自己的罗伯特道拉号轮船启程回国。"通过大范围的观察，我坚信商业萧条局面已经接近尾声，商业环境将会逐渐好转。"

10月21日：今天美国的商业和工业出现了明显的好转迹象。对于能够读懂经济信号的人们来说，商业钟摆向上运动已经是铁板钉钉的事情。［美国副总统柯立芝私下传递给波士顿商会的信息］

如果你想在好消息杳无音讯时购买股票，那么就有点得不偿失了。1921年并不是普通熊市的谷底。20世纪股票价值被严重低估只出现过三次。如果1921年是一个极端个例，那么价值被严重低估的时刻正是投资

者进入市场的大好时机，但是你不能通过有无好消息作为投资的先决条件。

1921 年的情况说明事实恰恰相反。在价值被低估的时代，投资者也许忽视经济复苏以及公司收益上升的迹象，从而继续抛售股票。1921 年经济复苏与证券市场的发展同步进行。美国国家经济研究署认为 1921 年 7 月经济萎缩到达最低点，而 1921 年 8 月道琼斯工业平均指数跌入谷底。

由于投资者无法对正面新闻做出恰当的反应，所以他们对那时的熊市记忆犹新。人们只能羡慕美国钢铁集团总裁贾奇·加里和劳工部长詹姆斯·戴维斯（James Davis），他们准确地预见美国将会迎来新一轮的繁荣景象。但是人们几乎淡忘了美联储主席威廉·哈定（William Harding）的预言。

（如果）人们仍然牢记过去两年的教训，那么接下来的繁荣周期比人们想象得要长得多，所以后果也不会那么严重。

稳定的价格与熊市

一个声音在我的耳边响起，令我莫名地兴奋起来："这个世界上只有追求者、被追求者、忙碌的人和疲惫不堪的人。"

——弗兰西斯·司各特·菲茨杰拉德《了不起的盖茨比》

《华尔街日报》、商人和政府官员的乐观预测在 1921 年夏天得到验证。对于那些宣称商业循环终结以及股票熊市见底的人们来说，他们成功的秘诀是什么？这些评论者反复申明，越来越稳定的价格促使商业走出紧缩的怪圈。此外他们还提出了更多有关牛市即将到来的观点：

"越来越多的证据表明，铜、棉花、羊毛、丝绸、皮革和谷物的价格趋于稳定。"

"一些商品的价格已经非常稳定了。"

"价格不会突然上涨，但是差异已经越来越小。"

"很多主要商品的价格趋于稳定。"

"价格下跌的走势已经接近尾声，很多期货交易的安全性已经有所提升。"

"随着价格波动时代的逐渐逝去，进行期货交易的障碍得以清除。"

全国最低交易手续费免费……开户……
……QQ……45822808……www……net

“在经历较长时间的低迷形势后，铜、锡、铅、橡胶和棉花等重要商品的价格已经开始恢复。”

“市场价格越来越稳定，阻止经济稳定的因素逐渐消失。”

对于在其他实行金本位制的国家进行投资的所有投资者而言，调整价格指数就是一个先决条件。当商业处于紧缩阶段时，运行金本位机制能够降低国内价格，最终竞争力的提高促使外部账户的改善、黄金流入美国以及流动性的增强。如果投资者能够看到价格趋于稳定的证据，那么他们相信这一机制已经促使价格下降，从而导致流动性的增强和经济的复苏。正如我们所看到的，准确判断1921年的价格指数是一件非常复杂的事情，因为其中牵涉到很多因素。尽管很多理论学派对通货紧缩的程度有着独特的见解，但是稳定的价格表明调整措施已经结束，经济开始复苏。所以判断1919年至1921年股票熊市结束的证据就是稳定的价格。

如果我们观察1921年夏季所有评论员的观点，那么准确预测熊市结束的人们往往关注价格的变化走势。

与1929年以后通货紧缩的影响相比，当代投资者也许惊讶于金融系统完美的应对措施，但是对通货紧缩的严重性则习以为常。尽管通货紧缩往往与20世纪30年代联系在一起，但是一战后最严重的通货紧缩却发生于1921年。这不是美国独有的现象。1921年世界九大经济体都遭遇了20世纪最为严重的通货紧缩，它们是：澳大利亚、加拿大、法国、荷兰、南非、瑞典、瑞士、英国和美国，其原因是世界各国看到重返和平的希望，而且价格也有可能返回到战前的水平。第一次世界大战期间荷兰和加拿大经历了史上最为严重的通货膨胀。由于1921年价格仍持续下跌，投资者开始怀疑通货紧缩能否使价格重回战前的水平，以及适中的价格是否足以满足当时的市场需求。价格调整的幅度和影响令人担忧。

这也许是美国历史上价格的最大跌幅了。劳动力也未能幸免于难——非技术工种的价格从最高时候的60美分/小时下降到1921年夏季的25美分/小时。表3—3说明，1920年投资者很难推测金本位制下通货紧缩的程度。事实证明，无需使价格降低到1913年的平均水平，但是小麦、棉花和皮革的价格已经下降到1913年的平均水平。1921年夏季越来越多的证据表明价格逐渐稳定下来，这足以说明经济下滑的趋势已经终止。但是投资

全国最低交易手续费开户 理财中 可办理股指期货开户 零佣金 不限资金量的交易者申请交易所手续费 任何地方都可以找我们低 10倍期货佣金 QQ微信 4582.8088 期货开户私人热线 http www the p.net

者如何才能相信，1921年夏季稳定的价格并不是一个暂时现象，而且价格也不会继续调整至1913年的水平呢？

其中一个因素，也就是价格下降促使需求增加，似乎使评论员相信，稳定的价格预示市场已经见底。在愈发重要的汽车工业里尤其如此，随着价格的下降，从1921年初夏汽车需求开始增长，其他行业也出现了类似的情形。

表3—3　1920年至1921年价格下跌以及1913年至1921年最低点期间通胀的下降

	1920年顶峰后下降%	1913年末低谷后上升%
农产品	87.7	18
食品等	72.2	52
纺织和服装	69.1	79
燃料和照明	55.4	82
金属及制品	78.9	20
建筑材料	59.3	98
化工和制药	50.0	61
家庭装修材料	52.0	130
其他	68.0	47
所有商品	69.8	52
制成品	78.4	37
钢厂普通劳工	67.3	60

来源：美国劳工局

1921年7月9日《华尔街日报》刊登文章，认为当面对"买主的拒买"行为时，留声机公司将价格降低了1/3，结果导致高端机型销量大增。

如果大众能够享受优惠的价格，那么他们就有购买商品的能力和意愿。

需求的增长导致人们对期货价格充满信心，他们认为期货价格将稳中有升。8月1日《华尔街日报》发表文章认为，"随着价格波动时代的逐渐逝去，进行期货交易的障碍得以清除。"此外来自现实世界的证据也验证了这个理论。《华尔街日报》认为9月煤炭运营方和中介拒绝接受当前的现货价格，因为他们相信价格将会上涨。而供应链的增多进一步证明了这个观点。

上周芝加哥的钢铁价格首先开始上涨，接着价格上涨之风逐渐蔓延到布法

罗（Buffalo）和其他地方。其中有两个现象促成了价格的上涨：第一，在一段时间内钢铁公司以低于成本的价格销售钢铁，这再也不能延续下去；第二，钢铁库存数量下降，所以已经无法将所需要的各种钢铁迅速发给客户。

随着更多商品的价格趋于稳定，投资者也坚信股票价格将会上涨。

在这样的形势下，人们普遍相信价格将保持稳定，商业也即将触底反弹。有些投资者尽管亲眼目睹通货紧缩的来临，但是却无法保护自己的利益。一位经纪商预计战后将出现通货紧缩，于是1918年他购买了15 000美元的钻石。但是1921年当铺只愿意给他1 500美元，于是他迫不得已以6 000美元的低价抛售钻石。在通货紧缩时代，妇女的装饰已经失去了收藏价值。有鉴于此，1921年夏季人们热烈欢迎稳定的价格也就不足为奇了。

流动性与熊市

我买了十来本有关银行业、信贷和投资证券的书籍，一本本红色烫金封皮的书立在书架上，好像造币厂新铸的钱币一样，准备揭示迈达斯、摩根和米赛纳斯的秘诀。

——弗兰西斯·司各特·菲茨杰拉德《了不起的盖茨比》

战争使得世界主要国家之间的财富转移发生重大的变化。1921年美国持有世界1/3的黄金储备。黄金和联邦储备委员会的货币占据高能货币的主要部分。一战使得美国的货币储备和信贷规模持续增长，这只是一个时间问题。一些自认为权威的人士相信，预测货币/信贷循环的节点是判断经济是否好转以及股市是否回暖的关键。1921年夏《华尔街日报》所刊登的经济预测文章主要关注价格稳定的重要性，此外还反复提到低价货币的前景：

“毫无疑问联邦储备银行经营状况的改善将使货币更加便宜。”［美联储主席克瑞辛杰博士］

“如果公司能够通过联邦储备银行获得充分的经营资本而且利率合理，那么商人自己就能够管理国际贸易和国际贷款。”［辛克莱石油总裁哈里·辛克莱（Harry Sinclair）］

“经济恢复的一个最佳征兆是货币利率的下降。”［纽约联邦储备银行董事本杰明·斯特朗］

信贷的普及以及过去6个月内贷款利率的明显下降最直接地表明，经

济效益取决于金融环境的优化。

很显然当代评论家认为必须关注金融形势，但是如何才能判断商业循环和证券市场的周期呢？从理论角度而言，金融扩张势必导致价格的稳定，但在实际中提前支付和延期支付给投资者带来很多问题。1920 年至 1921 年价格指数波动和银行信贷规模之间存在很大的差异。美国国家经济研究署认为 1920 年 1 月经济扩张达到顶点。1919 年 11 月和 12 月信贷规模的下降和贴现率的上升并没有提供任何警示作用，反倒是有选择的价格下降首先给投资者提供了预警信息。

1920 年 2 月和 3 月一些纺织产品的价格开始下降，而 3 个月后劳工部指数所反映的普通价格水平才开始下降。但是 1920 年夏信贷规模仍然保持高位，直到 10 月才达到最高点，这比价格的最高峰整整晚了 5 个月。时至今日劳工部价格指数比峰值低 46%，基本商品价格指数比峰值低 58%，国家银行贷款总额比峰值低 14%。

1919 年下半年商业银行贷款同比增长 18%，1920 年上半年同比增长 8%。贴现率的快速上升——从 1919 年 11 月的 4% 上升到 1920 年 6 月的 7%，直到 1973 年才超过 7%——对银行的影响具有一定的滞后性。借贷紧缩的规模与普通价格的紧缩规模不可同日而语。这是否意味着信贷紧缩将会加剧，从而导致通货紧缩，抑或信贷和普通价格水平之间并没有直接的关联？不管两者的关系如何，我们还是很难予以诠释。



联邦储备系统是否愿意改变自 1920 年 6 月开始的弹性货币紧缩的局面，成为评估紧缩程度的关键因素。《华尔街日报》认为在评估信贷周期时，研究联邦储备系统资产负债表特别是准备金率是最为关键的一步，并分析了其中的原因：

准备金率本身就是一个很重要的因素……联邦储备法律要求联邦储备银行将 40% 的黄金储备用于担保实际流通的联邦储备票据，35% 的现金用于担保储蓄存款。当综合赔付率下降到 40% 左右时，信贷增长后就会出现黄金的大量流入……他们（银行家）开始限制信贷。这就导致价格下跌。较低的价格影响黄金的流入，从而提高了准备金率。随着价格的下降和商业规模的紧缩，对联邦储备票据的需求减少，从而导致大量票据失效以及综合赔付率的上升。综合赔付率仅仅比最低点高 30 个百分点，当然银行仍有很多未使用的现金。

《华尔街日报》继续解释现金过剩与较高利率债券的结合方式，以及债券收益导致股市上升的方式。"准备金率本身就是一个很重要的因素"，这听上去简单易懂，但是投资者如何才能预测循环的每个阶段？

货币政策松动的第一个迹象是 1921 年 5 月贴现率的下降，而当时准备金率上调至 56.4%，这是 1918 年 8 月以来的最高点。3 个月之后证券市场触底。在人为干预的时段，道琼斯工业平均指数下跌了 20%。

在联邦储备系统考虑降低再贴现率之前，我们无法得知有多少投资者能够提前预知大规模的货币紧缩。当时联邦储备委员会召开会议讨论政策时，分析了通货紧缩的幅度问题。此外他们特地声明，除非工资率下降（这正是州长们所期望的），否则联邦储备委员会不会调低利率。这就说明联邦储备委员会根据必要的价格调整幅度，而不是货币的弹性程度调整货币政策。在这种环境里，如果投资者根据联邦储备委员会的资产负债表寻找宽松货币政策的迹象，那么他们就会被误导。联邦储备委员会并未根据资产负债表决定货币政策，而是积极地判断经济运行所必需的货币环境。弹性货币是用来防止金融灾难的，1917 年至 1919 年用于资助政府行为，而现在则用于管理经济。联邦储备委员会决策中所包含的主观因素使得单纯根据资产负债表评估未来的货币形势变得非常危险。

有些评论家将联邦储备系统的改善视为形势即将好转的象征，也许就一定程度而言这是正确的，但是也许就无法判断使经济复苏和股市回暖所需要的改善程度了。如果只关注市场利率，那么就会出现类似的问题。在

1921年8月25日股市见底之前，市场利率已经有所增长。1920年6月活期借款利率从10%上调到14%，据当时的美联储主席所述，有些利率甚至超过30%。1920年至1921年市场利率已经明显下滑，但并没有阻止证券市场熊市的出现（见表3—4）。

表3—4　　1920年8月31日和1921年8月31日主要利率

	活期借款（%）	定期借款（%）	商业票据（%）	银行承兑汇票（%）
1920	10	9	8.25	63/8
1921	5	6	6	51/8

来源：联邦储备银行《银行货币统计数据》

从1921年6月开始市场利率直线下降，《华尔街日报》的报道宣称1921年8月活期借款实际利率是5.0%。7月28日活期借款利率创下自1919年11月以来的最低纪录，但是股市仍在下跌。也许我们可以认为，下调利率能够帮助经济复苏，但是在经济史上几乎没有任何关于投资者成功预测复苏时点的记录。如果投资者关注普通价格水平的变动，那么他们就能更好地探索经济和市场的转折点。尽管价格趋于稳定的第一个迹象与经济复苏保持一致，但是在经济复苏开始后联邦储备委员会资产负债表仍然呈现紧缩的特征，而且在股市见底之前市场利率已经开始下滑。

与联邦储备委员会资产负债表相比，分析流动性更有意义。尽管这些变化对高能货币有着直接的影响，但这仅占任何经济体货币供给总量很小的一部分。货币工具的大幅增长与高能货币的短期趋势有着很大的区别。如果"流动性分析"着重于这些变量，那么我们能否找到暗示熊市见底的其他标志呢？广义货币增长所释放的信号有着很大的区别，这取决于采取名义增长数据还是调整通胀后的增长数据。证券熊市见底之后，1922年中名义GDP才有所增长。但是1921年4月和5月调整通胀后GDP有了明显的增长，而之后道琼斯工业平均指数仍然下降了20%以上。因此这段时期调整通胀后的广义货币增长也许能够提供一些有价值的信息，但是随着贴现率的下降，1921年5月投资者纷纷在道琼斯工业平均指数见底时购买股票。

如果投资者难以解读联邦储备委员会资产负债表的变化，而且各种货币工具起到了误导的作用，那么信贷增长何以能够暗示经济复苏和股市回暖？尽管交易量早就开始下降，但是商业银行借贷规模仍然持续扩大。在经济和股市见底后，贷款总额才开始增加。人们很难获得每月的数据，但

是年度数据表明从1921年6月至1922年6月贷款总额下降了5.5%，而同期名义GDP几乎增长了7%，道琼斯工业平均指数上涨了36%。仅仅观察信贷增长的幅度并不能准确预测熊市见底的时点。

分析金融形势无法提高投资者预测证券市场见底时点的能力，但是却带来一个有趣的结构性问题。1929年至1933年类似的风暴使银行破产，导致10%的美国储户存款付诸东流，那么美国金融系统如何预测此次通货紧缩的风暴呢?（我们将在第三部分详细讨论这个问题。）1920年至1921年公众相信商业银行系统能够应对金融危机，从而增加了储蓄，但是1929年至1933年公众却没有这样的想法。我们看看1920年6月30日美国第四大银行大通银行（Chase National）的资产负债表（见表3—5），从中就不难发现公众为何有这样的信念了。

表3—6　　1920年6月30日大通银行资产负债表

	资产合计
现金、存款和联邦储备金	24
活期贷款	12
贴现票据	24
定期贷款	20
美国债券和债务凭证	5
债券和股票	7
其他	8
总资产	100

来源：《华尔街日报》

在1919年至1921年通货紧缩来临之际，美国商业银行系统的流动性很高。为了应对金本位制所导致的通货紧缩，美国商业银行开始制作资产负债表。较高的流动性以及联邦储备系统的诞生使公众相信银行系统是安全的。1921年他们的观点是正确的。

牛市与熊市

没有什么比头脑简单更加令人困惑了，当我们驾车离开时，汤姆觉得很痛苦。

——弗兰西斯·司各特·菲茨杰拉德《了不起的盖茨比》

迄今为止的分析表明1921年精明的投资者通过关注价格稳定的迹象，从而正确预测证券市场的拐点。在金本位制下这是一种理智的方法，而且确实有效。另外一种明智的方法就是监测联邦储备系统的资产负债表。借助于事后认识我们发现，这种方法有很强的主观性，它的可靠性低于第一种方法。

当然并不是所有的股市操盘手都使用相同的方法观察市场。如果每天都受熊市的影响，那么就无法进行公正的分析。为了更好地理解投资领域的故事，现在我们关注1921年8月24日市场见底前后两个月内（见图3—7）投资者的评论和反应。通过观察从1921年6月25日至8月24日以及其后的两个月内的新闻报道，我们就能看到这些投资者是如何评价股市的。

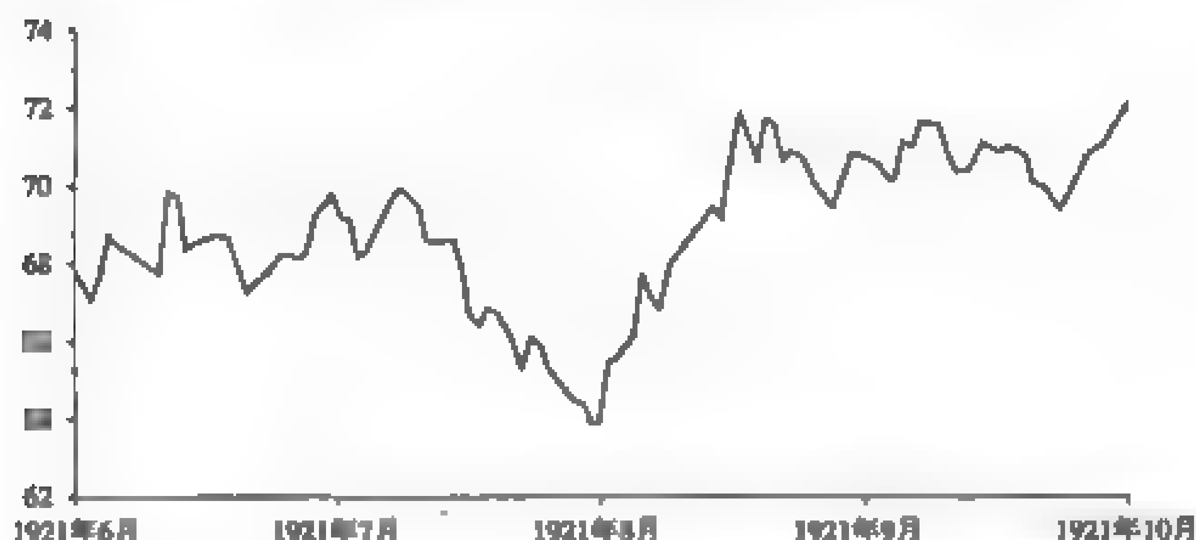


图3—7 熊市见底——1921年6月至1921年10月道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

《华尔街日报》的评论使得当代学派认为他们已经找到1921年夏市场已经见底的证据：

6月25日：大家的一致意见就是，虽然看上去市场将要上涨，其实仍在原地踏步。由于很容易获得货币，于是导致大量资金从熊市流入牛市。

6月28日：有人认为目前没有任何复苏的迹象，所以他们不赞成抛售股票。他们认为不能简单地比较1921年股票的收益数据，这是不合理的。现在更为重要的就是资产负债表。

6月29日：投资者所组建的熊市联合会很大胆。在长期股票清算期，这些交易者赚取了大量利润，他们已经开始拒绝承认任何改良。商业前景变得越发光明，这一点毫无异议。乐观情绪逐渐取代了悲观情绪，而股市势必上涨。市场透露的所有信号表明，清算期已经结束。这是一个狭窄的双向市场，但是似乎每个方向都有可能成为现实。

全国最低交易手续费免费……开户……
……QQ……45821808……开户……

7月6日： 这是一年当中最糟糕的一天。尽管墨西哥湾石油公司遭受压力，但是大盘仍然上涨。市场内仍存在大量的短线收益。

7月7日： 在墨西哥湾石油公司暴乱期间，星期二大盘并没有暴跌，对熊市投资者而言这就是一个警告。它说明大盘交易过于频繁，短线交易说明股市普遍下滑。有关利益方已经采取行动，在收盘之前创下了单日最大涨幅的纪录。

7月12日： 所有交易者仍然看跌大盘，尽管上周价格有所上扬，但是短线收益并未下降。

7月13日： "最近股票供应量有限，所以导致贷款数额有所下降，也就是说当前的技术形势表明一些建设性的改善能够反映在较好的股票身上。"[霍恩布洛尔·威克斯公司（Hornblower & Weeks）写给客户的信]

7月13日： 虽然当大盘股票进行廉价交易时，铜的价格反而很坚挺。

7月13日： 1916年12月美国钢铁公司58%的股票被股票经纪人所持有，而随着投资者购买更多的股票，1921年6月底经纪人的股票持有量下降到23%。

7月15日： 现场交易员仍然觉得很难赚钱。实际上昨天上午很多交易员根本没有前往交易所，除非市场出现实际交易的迹象。

7月18日： 三年以来最糟糕的一天。那些以往进行频繁交易的操盘手根本没有出现在金融大街。我们处在典型的夏季市场，没有任何交易动机。人们承认短线市场已经赚了好多钱，当前的商业环境使得操盘手没有长期持有股票的想法。整个市场没有任何公众参与度。

7月19日： 多数经纪行建议他们的客户远离市场，除非市场重新变得活跃起来。

7月20日： 工业优先股的价格很便宜。有些股票曾经创下最长的收益纪录，现在它们的价格收益比率为7%到10%，而货币投资收益率也许能达到6%。五家大公司并没有派发上一季度股利，人们纷纷转让优先股。

7月21日： 大盘大幅下跌后，市场变得极度萧条，而看好股市的人们认为这是一个有利的迹象。

7月22日： 半天的交易量创下了1921年以来的最低纪录。再贴现率的降低并没有带来任何收益。钢铁股票仍然存在很大的短线收益，老练的操盘手更加倾向于在股市下跌时进行短线投资。如果单纯进行股票投机行为，那么就无需缴纳佣金。此外有些投资者通过贷款购买股票。

7月28日： "1919年11月以来最低的活期借款利率。它是一个人为控制变动的专业市场。这种萧条场景恰如其分地出现在专业市场里。"[霍恩布洛尔·威克斯公司写给客户的信]

7月29日： 由于熊市来袭，所以具有相同利益的人们联合起来，从而在装备团队里形成不同的团体，在过去的几个月内这种情况也出现在其他部门。

8月1日： 美国电话公司发行9 000万美元股票取得圆满成功，紧接着

全国最低交易手续费向您办理国内正规期货股票开户 零佣金 不限资金规模 交易单边按申请交易所手续费
丹?免费提供 我们支持 ?服务 咨询QQ热线 95622508? 期货开户 私书籍下载网址 http www.7help.net

美国政府就向伯林顿和法国政府提供大[redacted]

8 月 1 日： 经纪行失去所有的客户。

8 月 2 日： 斯图贝克公司公布了令人振奋的消息，但是汽车行业没有做出积极的回应。（第二季度销售额比第一季度整整高出 50%）

8 月 2 日： 熊市使得美国水果公司的股票名存实亡，因为公司已经将所有收益用于抄底，这已经不是什么秘密了。

8 月 3 日： 经纪行贷款创下 8 年来的最低点。在过去的两年间这些贷款从 125 万美元所见到 50 万美元。1919 年月 31 日达到最高值。1919 年每天的活期借款额约为 4 500 万美元，而现在只有 1 000万至1 500万美元。

8 月 5 日： 铁路股票已经持续上涨接近 6 个星期了，期间只有少许下跌。但是在先前铁路股票大涨时，价格较低的股票成为香饽饽。值得注意的是当前大盘的主要特征就是铁路股股票的价格很高。

8 月 5 日： 华尔街仅仅持有 90 万份钢铁同盟的股票，这与几年之前的 250 万份股票形成明显的反差。

8 月 9 日： 在这个最黑暗的时候几乎没有任何中小投资者支持股市。如果经纪行依赖于中小投资者，那么证券交易所就要歇业或改建为电影院。

8 月 10 日： "与 1914 年以来的其他任何时候相比，现在我们公司的投资账户和投机账户拥有更多的潜在购买者。我的客户排队购买股票，我通过自身能力控制他们。"［引自一位匿名的经纪商］

8 月 11 日： 投机账户购买股票的行为并没有减少。美国制糖公司分配股利，使得这只股票的价格创下新低。

8 月 18 日： 发行股票所需的佣金证明，短线收益不会大幅下降。

8 月 19 日： 在过去的两天内发行某些股票时碰到了较大的压力，所以有的投资者就暂时赎回股票，这被视为是暂时的空仓行为。例如皮尔斯银箭公司的股票被列为优先股，在过去的几周内普通投资者一直按照现在的价格持有这只股票。

8 月 20 日： 购买股票和债券的投资行为超过人们的想象。这些投资并不是为了获得较快的回报。多数投资者表示他们将会持有一到两年，因为这些股票很便宜。这些股票将会有所回报。现在就是投资积累的时候。

8 月 23 日： 很多股票的清盘程序已经结束，因为它们的交易非常稀少。制的交易尤其如此。

8 月 24 日： 道琼斯工业平均指数见底。

8 月 25 日： "普通投资者认为他们距离牛市还有很长的距离，但是并非所有投资者都表示将在熊市进行交易。"［威廉・彼得・汉密尔顿《道氏理论分析》］

8 月 26 日： 美国国际纸业公布年度财务报告并宣布普通股票价格是每股 53 美元，而几个月之后股票的销售价格降为 39.50 美元，这在股市历史上是绝无仅有的事情。现在美国国际纸业的

股价是 25.375 美元。而它所持有的证券的清算价格是 50 美元。

8 月 27 日： 由于熊市操盘手担心高科技股的强势地位以及一些重要的采购合同，所以纷纷抬高价格，导致其他股票的价格开始上涨，并一直持续到下午。

8 月 28 日： 熊市困境……技术股将会上涨。需要提供保险的股票清单是自两年前熊市开始以来最长的一次。在过去的 3 个月里，大盘结束之前 1 个小时的表现是最好的。有关熊市的谣言在华尔街蔓延，并在星期四错误地推断墨西哥湾石油公司将会推迟分配股利；但是这些谣言却使得华尔街开始出现建设性因素。据报道大型金融机构已经迫使熊市影响他们的股票，并警告谣言的蔓延已经达到无法容忍的境地。

8 月 29 日： 熊市的影响归于失败……很多公司拥有史上最多的现金。

8 月 30 日： 豪斯看好通用电气。他对朋友说，知情人士透露，他们准备让投资者为空仓行为付出代价，这样股票就能走高。

8 月 31 日： 空仓仍在继续……活期借款利率下降到 4.5%，这是一个月内的最低点，并在熊市产生很多不安情绪。

9 月 1 日： 股票持续上涨，从而带来很大的短线收益。在股价上涨之前，需要提供手续费的 6 种股票的价格与上周四需要提供手续费的 15 种股票价格相当。

9 月 2 日： 随着短线收益的消失，几乎没有人购买股票了。

9 月 3 日： 市场开始抵制空仓行为……此外令人鼓舞的是华尔街对新闻报道的态度有所转变。交易员并没有强调熊市因素（在夏季很多人都有了这种想法）而是关注积极的一面。

9 月 7 日： "美国商人开始意识到商业衰退的趋势已经开始，美国工业的周期性调整已经结束。在通货膨胀期间，很多商人认为很有必要扩大业务，因为这样才能管理大量的工作，这样如果开始通货紧缩，那么他们就会发现自己手头上有很多高价的原材料和产成品，而且无法销售出去，成为一笔很大的成本。而此时美国民众也反对高物价，于是买主拒买成为无法避免的事情。为了能够及时处理手头上的存货，那么可以时不时地开展低价销售，然后扩展到所有产品，这样就能清除存货了。现在手头上并没有大量的产品，实际上很多物品都很稀缺……"

"为了帮助解决存货积压问题，很多材料制造商自愿地减少产量，完全关闭工厂或缩减生产时间。但此时过剩的生产力已经消耗殆尽。如果美国民众意识到经济很快会繁荣起来，政府正在或将继续增加生产线，那么所有人都会争先恐后购买低价商品。如果购买热潮兴起，而工厂开工不足，那么整个局势就会逆转，价格将会再次上升，而价格的上涨将会使美国繁荣起来。"［杰西·利文摩尔（Jesse Livermore）］

9 月 7 日： 当投资者贷款购买两种股票时，仍然需要缴纳佣金。

9 月 10 日： 在交易日结束之前，也许市场上存在着对熊市的恐慌情绪。

全国最低交易手续开户免费 理财 两市A股股指期货开户 零佣金 不限资金 ……开户免手续费
任何地方都可以找我们 ……微信QQ 4582.8088 ……www ……net

华尔道夫（Waldorf）一直看跌股市，现在它的观念又死灰复燃了。

9月12日： 本周投资者购买了几千份优质的工业股票和铁路股票，并期望能带来较高的收益。这些投资者坚信，商业和证券市场迟早会触底反弹。毫无疑问本周股市的轻微反弹是由整体商业环境的改善所造成的。熊市给华尔街带来史上最沉重的打击。先前很多经纪行宣称能够获取利润，但是现在市场行为使他们相信，股市的上涨根本不是职业操盘手能够一手操办的。

9月14日： 除了少数几种股票之外，股市几乎没有任何短线收益。虽然最近股市的上涨并没有激起公众的参与热情。

9月16日： 虽然流动供给明显下降，也许6个月后我们就看不到任何股票了。价格波动过大反而会适得其反，牛市和熊市都是如此。当工业资产的账面价值远远大于市场价值，在不考虑利润率的情况下，我们可以认为投资者关注安全系数较高而且免税的市政债券，而对有价证券视而不见。

9月22日： "多数谣言都与一个知名的股市操盘手和一个著名的工业领袖有关。据说这两个人直接推动股市从上月开始反弹并持续上涨长达3个星期之久。而现在这两个人已经分道扬镳，但是他们的朋友仍然在推销他们的观点，并收取双份佣金。从市场交易行为来看，交易内部出现问题，因为只有共同操控股票才会产生如此严重的反应。"［引用自杰西·利文摩尔］

9月23日： 很多经纪行认为销售股票类似于市场营销，因为公众拒绝进入市场。传统观念认为股价上涨并不是直接由公众推动的。过去的两年间，股价上涨必然伴随着市场的激烈反应，在股市上涨时抛售股票已经成为习惯性做法。但是最近股市上扬并不具备同样的特征。上半月有价证券的表现与最大的银行家和金融家的观点不谋而合，也就是说萧条局面已经见底。他们是股票的最大买家。职业操盘手存在一定的问题，但是股市上涨确实是进仓并长期持有的好时机。股票市场的能量来源是较大的银行和重要的金融机构。两周前他们就已经看好股市，并大幅购买优质股票。卖方就包括经纪行，他们的职业等级相对较低。

9月26日： "我们需要牢记的是：在牛市的早期人们最需要的就是耐心，因为所有人都知道从现在开始什么时候应该出售股票，但是当今市场经常使潜在的购买者感到疑惑，所以如果市场低迷或没有吸引力，他们就不会购买股票。只有股市相当活跃并且具有很大的吸引力时，他们才会购买。"［霍恩布洛尔·威克斯公司写给客户的信］

10月4日： "我们并不能经常认为，股票市场能够反映所有人对全国各地商业的看法。当市场受到冲击，那么就会产生痛苦，但是历史记录表明股市很少受到冲击。"［《华尔街日报》编辑威廉·彼得·汉密尔顿］

10月4日： 人们很容易就能够获取股票的短线收益，但是如果短线收益消失，那么就很难继续持有了。

10月4日： "由于普通民众认为职

业操盘手就是强盗和价值的破坏者，所以当杰西·利文摩尔暂停市场反弹的步伐时，他遭到了很多人的谴责。他和烟草巨头乔治·魏兰（George J. Whelan）是主要的推动力。民众根本无法加入他们的团队。”［在股市上涨时，两个人分道扬镳了，因为无法就选取领头股票达成一致意见］

10月5日： 只有当市场操控者准备分配股票并无需公众参与他们的计划时，他们才需要大众。所以如果出版物支持金融计划，那么整个计划就会被无限期搁置并寻求其他的方案。操盘手帮助振兴股市，但是当他们退休后问题仍未得到解决，因为无法得知墨西哥湾石油公司股票、烟草股票或铁路股票能否按正确的道路发展下去。但是所有市场领先者认为股票市场已经陷于停顿状态，所以只有一条路可以走。但是没有人知道具体的方法。

10月6日： 人们不能忽视两个熊市因素：德国破产和美国铁路。

10月7日： 在过去的两周里市场按照自己的步骤行事。投机者认为市场表现良好。这表明股市继续上涨已经没有任何问题。经纪行贷款额的增长非常有限。

10月10日： 根据普约委员会（Pujo Committee）的数据，只有14%的交易是由公众自发完成的。那么其他86%的交易是否符合公众的期望？真实情况是：似乎公众的存在对市场冒险行为起到关键的作用。他们在债券市场上非常活跃，他们的购买力使得自由公债的销量节节攀升。

10月12日： 随着铜、钢铁、石油和其他商品价格即将上涨，而货币利率即将下调，所以股市即将反弹。从交易的性质来看，实际上并没有停牌的股票，而且较大的职业操盘手根本没有进行短线交易。

10月24日： 熊市中的操盘者拒绝承认价格的波动能够带来稳定的增长，在市场反弹的过程中他们遭受沉重的打击，而他们的快速撤离恰恰为股市的后续增长提供了充足的动力。

对于经历1921年6月至8月熊市的人们来说，最合适的措辞就是“了解你的敌人”。其中一个原因就是，熊市拒绝承认任何发展都是建设性的，哪怕出现很多正面新闻时也是如此，而这个原因恰恰表明股市出现积极的变化。**在熊市每个阶段都出现购买股票的行为，这进一步说明熊市即将寿终正寝。**8月19日也就是市场见底前，对冲基金购买了公开发行的普通股票。这就表明一些短线投资者必须购买短期普通股票，从而形成单独的阵营。市场见底之前铺天盖地的负面新闻也是一个积极的信号：

现在熊市的前锋已经来临，无前期盼股价上涨的人们现在充满疑虑。这种情况通常表明熊市即将结束。

全区最优交易手续费免费，理财及一百余只股指原由期货开户。需要时，不限金额开户交易佳点接申请交易所手续费
任何地方都可以找我们做，10倍期货佣金，联系QQ微信：4582.8088 期货开户扎实地上线请勿 http://www.the.p.net

几天之后一位匿名银行家指出不仅仅是悲观主义的蔓延，而且还充斥着很多谎言：

几乎每天我都要听到一百次信心爆棚的话语，最近我从各行各业人们那里听到的夸张言论确实令人惊讶。我经常听到人们讨论自己一无所知的报告，当然这些报告本身就是不正确的。坏消息的传播速度很快，但是假新闻就如插上了隐形的翅膀，在我每周所听到的 100 篇关于灾难的报告中，也许只有一篇有点道理，而且有点言过其实。

并非所有公司都接受"假新闻"泛滥这一说法。墨西哥湾石油公司爱德华·多汉尼（Edward L. Doheny）成功控告了新闻专栏记者摩尔（WC Moore），因为他在有关投资新闻报道中使用诽谤性语言攻击多汉尼。

我们发现正面新闻已经存在一段时间，但人们对此熟视无睹。如果投资者的注意力从负面新闻转移到正面新闻，那么就能清楚地发现市场的拐点。除去主观因素，我们能够从上面的节选中发现，投资者也非常关注借贷行为。**贷款供应量下降，使借款成本升高，所以投资者没有资本进行短线投资。**这也许是巧合，但是当需要缴纳手续费的股票数量达到顶峰时，市场就会见底。短线投资行为达到顶峰，他们的行为使得股价下跌，这样就会促使股市从高位开始下跌。

1921 年机构投资者尚未占据股票市场，此时"了解你的敌人"的另一种含义就是评估股票的所有权。历史数据表明，在主要的牛市里股票的所有权都转移到华尔街。当时的权重股就是美国钢铁公司股票，自从 1901 年上市以来它一直都是最大的上市公司。1916 年股市繁荣时经纪行持有美国钢铁公司 58% 的股票，而到了 1921 年 6 月底则下降到 23%。普通大众持有剩下的股票，投资者观察美国钢铁公司股票的股东人数，于是认为股票熊市即将结束。因为大街上的投资者希望在困难时期选择安全系数较高的美国钢铁公司股票。当美国钢铁公司股票持有人数量达到历史最高值时，这就说明公众的保守主义情绪已经达到极限了。

美国钢铁公司股票持有人数量的峰值经常与公众市场参与度谷值遥相呼应。这种防守姿态将会促使股市下跌，从而导致公众更乐于投身股市。在 1919 年至 1921 年熊市期间，AT&T 成为与美国钢铁公司并驾齐驱的权重股——实际上它的持股人总数超过美国钢铁公司。

1921 年夏季美国钢铁公司和美国电话电报公司较高的持股人数量再次表明，证券市场已经到达最低点，只能慢慢纠正公众的保守主义投资策

略。当然有些投资者确实观察大众行为并据此判断市场的转折点，但是我们并不认为市场见底时公众会成为购买股票的主力军。市场见底时关键的购买者是较大的机构投资者。这些富商已经脱离股市好几年，而且可以视之为股票的关键持有人。他们的公告说明价值是他们主要考虑的因素，此外战争时期降低的股票收益税也是一个考虑因素。1921 年正是这些购买者确定股票的底线，拥抱熊市并帮助市场快速反弹。

1921 年的牛市关注股票的价值和关键的技术因素，因为它们暗示市场价格即将恢复。市面上很少有关于直接收益的讨论。但是与 1921 年 12 月的收益相比，1921 年 8 月市场见底时的收益仍然要高 37%。收益的恢复明显减缓了股市的反弹速度。

1921 年投资者除了关注主要角色的行动，还关注市场的普通行为。他们之所以看好股市，并不是因为交易量很低，而是因为市场交易中很大一部分都是短线交易。当短线交易占据主导地位时，很多经纪行就无需营业了，这是市场收益即将增长的信号。经纪行贷款创下历史新低也说明市场收益可能已经触底。人们认为市场萎缩和较低的交易量就是股票行情看涨的标志。这个观点与当代谚语冲突，后者认为熊市的结束伴随着股票清盘以及交易量的大幅下挫。如图 3—6 所示，事实并非如此，1921 年市场见底时交易量变动较小。较低的交易量可能说明公众对股票没有兴趣，从而为将来股票价格的上涨提供了足够的空间，而且收益和资本积累也有所增加。道琼斯工业平均指数首次反弹后的交易量增长曲线说明价格也会持续增长。

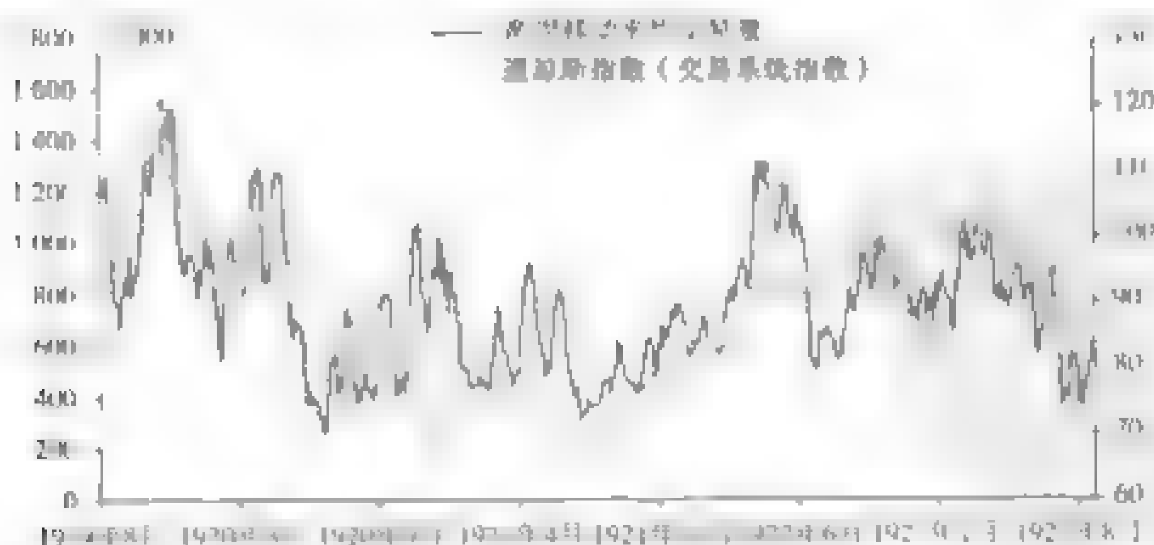


图 3—6　道琼斯工业平均指数和纽约证交所两周移动平均股票交易量

来源　纽约证交所和道琼斯公司

[illegible] QQ [illegible] 4582.8088 [illegible] http [illegible] www [illegible]

在此我们需要特别关注1921年夏季杰西·利文摩尔和威廉·彼得·汉密尔顿的评论。利文摩尔一直被认为是多年来最为成功的股市操盘手之一。1900年纽约和波士顿的投机商号已经禁止他进入商号，因为他太成功了。1907年在股票市场崩溃时，他通过操作短线股票在一天内就赚取了300万美元。在1921年熊市见底时，利文摩尔立刻看好股市行情。1921年9月7日在接受《华尔街日报》记者采访时，他预测“价格将会再次上涨，美国将再次繁荣起来”，这就说明他在使用自己的言论引导整个市场。为了证明股票熊市已经接近尾声，利文摩尔强调较低的存货数量及其对价格稳定所带来的影响。他认为较低的存货数量将阻止价格的进一步下滑，刺激消费行为并抬高价格。

我们查阅1921年夏季汉密尔顿所编辑的《华尔街日报》文章可以发现，他通过解读两种指数（道琼斯工业平均指数和道琼斯铁路指数）就认为1921年熊市见底，其中就借用了道氏理论。

[illegible] 道氏理论

[illegible]

[illegible] ket Barometer）一书中阐述了查尔斯·道的理论。

[illegible]

债券与熊市

从1899年开始债券熊市就一直存在，一战后严重的通货膨胀进一步加深了熊市。从严格意义上来说，1920年5月美国公司债券和联邦债务市场就已经见底了，道琼斯工业指数40种公司债券创下历史性最低的57.29点，从那以后指数才开始有所上升。6月指数再次猛跌至57.75点。尽管仍比1920年5月高0.8%，但是1921年6月见底恰恰是价格迅速回升的开始，而且牛市也一直持续到1946年。

1920年自由公债市场收益更加持久。如表3—6所示，与公司债券不同，自由公债的价格没有再次回落到1920年5月的最低点。但是1920年5月至1921年6月的价格收益与1921年6月至10月的收益基本持平。

表3—6 自由债券价格

	初次销售	1920年5月最低	1921年6月底	10月6日的价格
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
第一批4年期-3.5年后可交换，1932—1947	97.30	83.00	87.20	92.20
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
第[illegible]批4.25年期-4年后可交换，1927—1942	93.94	81.10	86.72	91.94
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

来源：《华尔街日报》1921年10月7日

虽然1920年5月自由公债市场见底，但是与公司债券市场类似，从1921年夏季开始牛市整整持续了25年。虽然1920年和1921年的通货紧缩对自由公债价格有积极的影响，但是公司债券市场交易量有限。1921年夏季债券市场反弹的速度明显超过股票市场。6月的第一个星期自由公债价格见底，而6月的最后一个星期公司债券指数见底。而直到8月24日道琼斯工业平均指数才见底。

道琼斯公司债券综合指数包含四个不同的组成部分：高等级铁路、次级铁路、公用事业债券和工业债券。工业债券的见底时间最晚，主要是因为1921年夏季很多工业公司暂停或减少股利的分配，而其他三类债券的股利前景更加稳定。（见图3—9）

全国最低交易手续费…… 期货开户 零佣金 ……
…… QQ …… 4582.8088 …… www ……

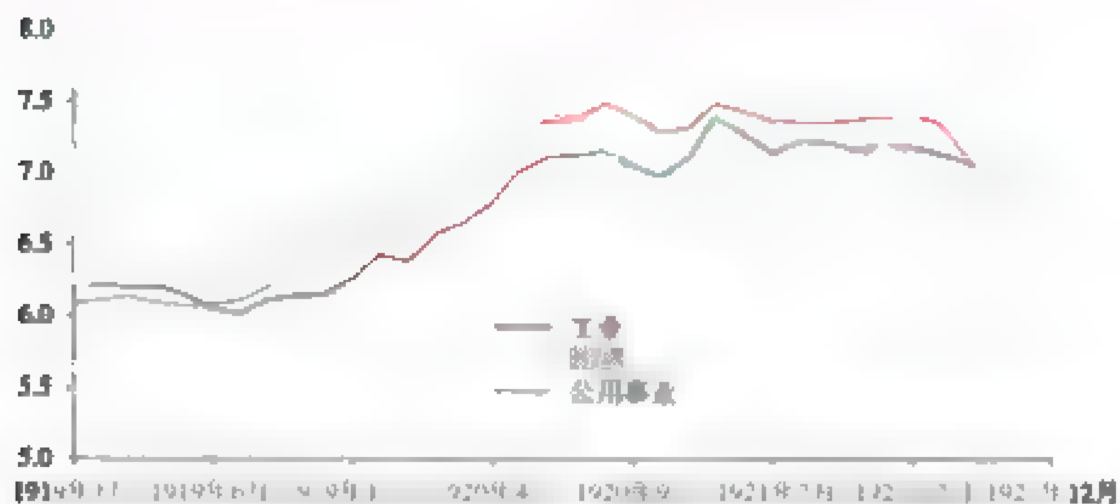


图 3—9　道琼斯铁路、公用事业和工业债券指数

来源：联邦储备银行《银行货币统计数据》

此时铁路债券和证券投资者的前景与政治有着不可分割的联系。两党最主要的金融问题就是政府是否应该为铁路国有化期间投资过少承担赔偿责任，如若如此，那么赔偿的规模是多大？铁路债券市场的早期改善主要与1921年夏季较好的收益和政治的积极进展有关。如表3—7所示，尽管8月股票市场仍在下滑，但是主要发行债券却开始上涨。

如表3—7所示，整个债券市场都在恢复之中，票据、次级铁路和外国政府债券的收益较好。高等级铁路票据的到期日明显长于其他债券，这就说明投资者愿意长期持有债券以便获得较高的收益。（有一种无法赎回的铁路投资债券的到期日长达2 862天。）表3—8列出了1921年8月8日自由公债的收益。

表 3—7　从谷底（1921年6月底）至1921年8月8日期间的主要债券及其在8月8日的收益

	价格上涨（%）	收益（%）
高等级铁路		
艾奇逊4年期，1995	6.1	5.45
[illegible]	5.2	[illegible]
C，B & Q 4年期，1958	6.0	5.28
纽约中央3.5年期，1997	8.0	5.27
北太平洋34年期，1997	6.2	5.20
宾夕法尼亚5年期，1968	8.3	5.77
南太平洋4年期，1955	6.1	5.45
联合太平洋4年期，1947	5.8	5.23
平均	6.5	5.49

续前表

	价格上涨（%）	收益（%）
低等级铁路		
巴尔的摩和俄亥俄可交换 4.5 年期，1933	9.6	8.60
[illegible]	[illegible]	[illegible]
艾丽可交换 4 年期，1953	17.6	9.80
[illegible]	[illegible]	[illegible]
太平洋 4 年期，1975	7.1	7.45
[illegible]	[illegible]	[illegible]
圣路易斯和旧金山 6 年期，1960	32.2	10.30
[illegible]	[illegible]	[illegible]
平均	12.4	8.62
外国政府		
比利时 7.5 年期，1945	6.8	7.43
[illegible]	[illegible]	[illegible]
法国 8 年期，1945	4.9	7.45
[illegible]	[illegible]	[illegible]
挪威 8 年期，1940	7.4	7.65
[illegible]	[illegible]	[illegible]
日本 4 年期，1931	25.9	8.40
平均	9.6	[illegible]
公用事业		
[illegible]	[illegible]	[illegible]
贝尔电话 7 年期，1945	4.2	6.60
[illegible]	[illegible]	[illegible]
加大拿电力 5 年期，1943	5.8	6.10
[illegible]	[illegible]	[illegible]
太平洋电信 5 年期，1937	5.0	6.67
[illegible]	[illegible]	[illegible]
平均	5.5	6.48
工业		
Armour4.5 年期，1939	6.7	6.35
[illegible]	[illegible]	[illegible]
森特皮革 5 年期，1925	2.9	8.30
[illegible]	[illegible]	[illegible]
美国橡胶 5 年期，1947	5.7	6.70
[illegible]	[illegible]	[illegible]
威尔逊公司 6 年期，1941	5.6	7.25
平均	5.2	6.82

来源：《华尔街日报》1921 年 8 月 9 日

[illegible] 4582 8088 [illegible]

表3—8　　未到期的自由债券和票据的收益（1921年8月8日）

	（%）	到期日
[illegible]		
4.75年期胜利公债	4.50	1923年5月
第一批4.25年期自由公债	5.63	1928年9月
第四批4.25年期自由公债	5.25	1938年10月
第一批4年期自由公债	4.94	1942年11月
第二批可交换4.25年期自由公债	5.21	1942年11月
3.5年期自由公债	4.25	1947年6月
第二批4年期自由公债	4.94	1947年6月

来源：《华尔街日报》

此时政府公债引领债券市场的复苏行动，而三个星期之后公司债券市场起到了领头羊的作用。由于经济持续低迷，工业债券的复苏时间最晚。对公司债券市场来说更加重要的是，通货紧缩已经开始。通货紧缩给公司债券市场带来灾难，因为发行方需要承担很多固定成本如债券利息，而且此时股票销售已经陷入停滞状态。所以公司债券对任何昭示通货紧缩即将结束的迹象非常敏感。此外在确认债券市场何时见底时，债券投资者所关注的变量是通货紧缩的趋势。

《华尔街日报》经常指出，1921年夏季很多公司债券都是投资的绝好对象，因为当时活期借款的利率只有4.5%。证券市场对于市场见底没有太多的绝望情绪，但是正面新闻使得人们认为现在就是进仓的大好时机。1921年夏季熊市见底使得人们对这些乐观的建议失去兴趣，但并没有造成普遍的悲观情绪。

《华尔街日报》的文章表明债券行情仍被看好。此外商业银行成为政府债券的最大买家，市场对信贷的需求与扩大生产没有任何关系。（《华尔街日报》6月27日）信贷成本较低，活期借款利率约为5%，这就使得购买公司债券具有很大的吸引力，因为安全系数较高的债券的收益率大于8%《华尔街日报》应该利用这个机会，而擅长运作债券的几家银行也建议他们的客户将持有的短期债券变更为长期债券。（《华尔街日报》7月23日）

投资者对此类交易感到忧虑的关键原因是，通货紧缩对公司资产负债表持续的负面影响。与证券市场类似，稳定的价格降低了投资者的风险，从而鼓励更多的人举借利率为5%的活期借款，然后购买收益较高的债券。

全国最低交易手续费期货账户开户，享期交所返还，不限资金量，交易量越高返还越多……
任何地方都可以开户……www.7help.net

有趣的是铁路债券已经连续6个月保持高位运行，而更多的投机者仍在等待抄底。铁路债券的一个重要区别就是行业价格较为稳定，1920年州际贸易委员会已经同意将货物运费提高49%，将客运票价提高20%。显然与那些依赖市场力量保证价格稳定的债券相比，这些债券很快就能碰到转折点。随着价格越来越稳定以及更多的投资者购买美国债券和外国政府债券，所有迹象都表明公司债券市场即将见底。

1917年至1926年美国证券的交易价值低于公允价值。投资者如何才能得知1921年是投资的大好时机？正如我们已经看到的，1921年夏季有很多因素暗示现在就是进仓的时候：对价格较低的特定商品尤其是汽车的需求开始增长；商品价格趋于稳定；市场所忽视的经济复苏新闻；强势股票市场交易量上升，弱势股票市场交易量下降；短期借款利率上升；证券价格和交易量最终下降；美联储下调利率；政府债券市场活跃；公司债券市场活跃；道氏理论提供的积极信号。如果你正在寻找熊市见底的时刻，那么就需要关注以上这些特征。坏消息就是，下一次的熊市将会完全不同，而且更加危险；好消息就是，市场见底时多数迹象都出现了。



第二部分
"美国历史上最严重的股市崩盘"
(1932 年 7 月)

"莫特，整个射击比赛使我感到很困惑，"斯塔兹边说边喝了一小口咖啡，"我无法理解它。我想可能是因为赛后人们情绪比较消沉，但是我不会过多地关注它。"

"没有什么比这个更加恐怖了。"

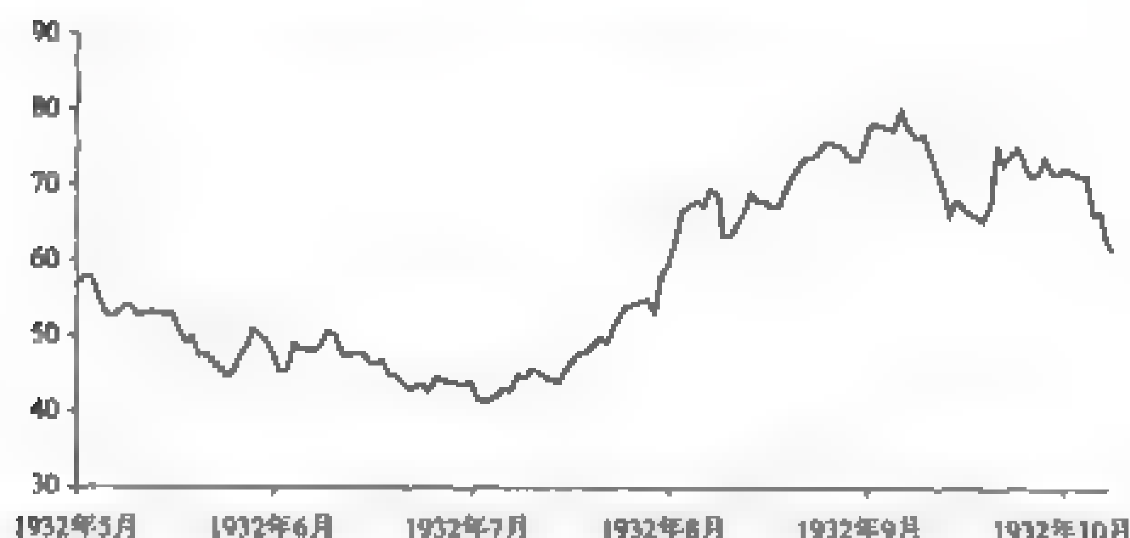
——詹姆斯·法雷尔

《末日审判》(*Judgement Day*)

导读

Anatomy of the Bear

◎ 1932 年 5 月 8 日至 10 月 8 日道琼斯工业平均指数



来源：道琼斯公司

1932 年 7 月之前美国股票市场的牛市和熊市相互更迭。1932 年 7 月 8 日收于 41.22 点，从而到达谷底。价值的大幅震荡与其他熊市价值的缓慢下跌形成了鲜明的对比。人们普遍认为，1929 年至 1932 年是典型的熊市，价格的迅速下跌导致股市迅速被低估，从而致使人们普遍认为价格大幅下跌后必然导致证券价值的下降。在 1932 年的熊市中，价格仅持续下跌 3 年就导致了证券价值的下降，但事实上，这仅仅是一个特例，并不是放之四海皆准的规则。人们对这段时期美国股价的大幅震荡产生了强烈的兴趣，但是股价的大幅震荡对美国社会却产生了无法挽回的影响……

第4章

迈向1932年7月：

大萧条时代的来临

如果他的投资市值开始上升，那么就应该抛售股票，将资金存入银行，投资其他股票。这些年来他一直都很愚蠢，从来没有考虑这样的赚钱方式。其他人则因此而发财，但他实在是太愚蠢了。

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

20世纪20年代商业炒作盛行，最终导致消费主义甚嚣尘上。威廉·利奇（William Leach）发现，当代社会学的奠基人查尔斯·库利（Charles Cooley）“对这一趋势感到忧虑”。

1912年他写道，“金钱的价值”是“非自然”或“非常态”的，它们是新经济和新文化的历史产物，“而绝不是一群人共同行动的结果”。在过去，“教堂”定义价值的内涵，现在“商业和消费”赋予价值新的内涵。很快几乎所有事物，甚至是美女、朋友、宗教以及道德生活的价值都是由它们的市场价值决定的。

本书第一部分所引用的弗兰西斯·司各特·菲茨杰拉德《了不起的盖茨比》中的段落与1922年夏季的情形不谋而合，因为它们完美地阐释了所有事物的净值。1924年广告商人布鲁斯·巴顿（Bruce Barton）出版了《无人知晓之人》（*The Man Nobody Knows*），它揭开了美国社会变迁的神秘面纱：

总有一天…… 有人会撰写有关耶稣的著作。每个商人都会阅读它，并在他的合伙人和销售员中间相互传阅。因为它讲述了当代商业奠基人的故事。

美国传统文化发生了质变，但是却没有对消费社会产生多大的影响。如果在1932年有一个故事表明那时美国价值观念发生了变化，那么它一定

全国最低交易手续费完爆你现在内下边的各股指期货开户 ... www.hel p.net

来自于5月14日的《华尔街日报》。

州立银行总监亚瑟·盖伊（Arthur Guy）宣布广告，将于6月6日公开举办拍卖会，拍卖位于Masden City Lane纪念道旁的一处公墓，它包含44块墓地。最近银行总监刚刚接管了濒临破产的高地信托公司（Highland Trust Co.），拍卖所得款项将用于偿还储户的资金。

这家信托公司已经将墓地进行抵押。

1918年美国隆重纪念在一战中阵亡的将士。20世纪20年代他们就将墓地进行抵押，30年代取消了抵押物赎回权。鉴于美国社会如此重大的变化，所以这段时期的美国股票市场吸引了人们的眼球。国家的变化使得股市更加扑朔迷离。但是过度关注此时的股市导致人们对熊市产生了误解。本书提到了一些关键因素，这就使得1929年至1932年的大熊市与20世纪其他三次大熊市迥然不同。尽管被认为是熊市的经典例子，但它是非常态的，所以误导了很多投资者。

道琼斯指数：1921—1929

图4—1显示，1921年8月道琼斯工业平均指数暴跌至63.9这个最低点，但是大牛市的出现尚需时日。1924年7月道指仍然低于100点；1925年4月的道指甚至低于1919年11月。1924年末整个股市的每股收益甚至低于1919年。1921年至1924年间的利润和价值已经开始返回到股市萧条之前的水平了。1920年在竞选总统时，沃伦·哈定（Warren

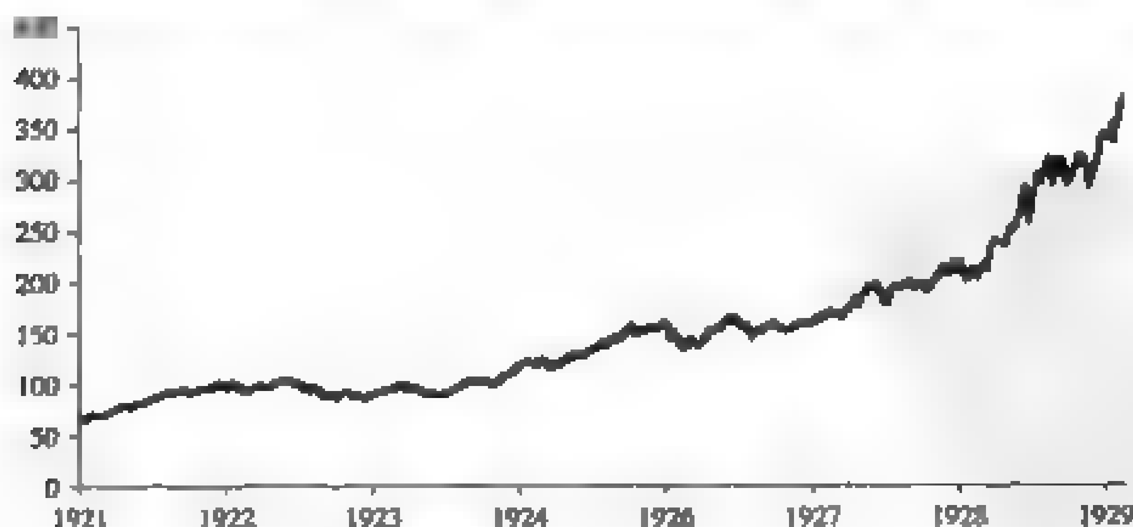


图4—1　道琼斯工业平均指数——1921年8月1日至1929年9月3日

来源：道琼斯指数

全国最低交易手续开户费 ……开户……
……QQ…… 45821.8088 …… www. …… .net

Harding）也认为股市开始回归常态；对于投资者而言这就意味着很多利润。与1921年8月股市见底时相比，1925年4月股市已经上涨了87%，每股收益增长6.4%。但这仅仅是开始。纽约证交所年交易量表明，从1925年开始股息快速上涨（见表4—1）。

即使那些在纽约证券交易所内购买和转让证交所会员资格的内幕人士，也对1925年之前的市场并不抱有多大的期待（见表4—2）。

表4—1　1922—1929年纽约证交所成交量

年份	成交量（股票份额）
1922	260 753 997
1923	237 276 927
1924	282 032 923
1925	452 211 399
1926	449 103 253
1927	576 990 875
1928	920 550 032
1929	1 124 990 980

来源：《纽约时报》

表4—2　1920—1927年纽约证交所交易席位的价格

年份	最高	最低
1920	115 000	85 000
1921	100 000	77 500
1922	100 000	86 000
1923	100 000	76 000
1924	101 000	76 000
1925	150 000	99 000
1926	175 000	133 000
1927	305 000	175 000
[illegible]	595 000	290 000
1929	625 000	550 000

来源：纽约证券交易所

股息已经开始上涨。1924年卡尔文·柯立芝（Calvin Coolidge）及共和党赢得总统大选之后，人们对于美国商业的前景充满信心。尽管人们不

会质疑选民的选择，但是投资者开始考虑，未来四年共和党执政将给股市带来什么样的变化。此外共和党似乎不会制定反托拉斯法案，最近的一个例子就是迫使针对美国铝业公司的反托拉斯行动无奈夭折。美国财政部长安德鲁·梅隆（Andrew Mellon）是美国最富有的人之一，当时他已经降低税收并显著缩减政府开支，而且承诺还会有更多的措施。1925 年 3 月 4 日的就职典礼中，柯立芝非常清晰地表达了自己的观点，这就打消了对他的所有质疑：

> 现在任何税收都是多余的，在排除合理性怀疑后我们就会发现，它无益于公共福利，所以只是合法的盗窃。

我们应该特别关注 1924 年大选之后所发生的事情，1932 年 6 月 27 日《华尔街日报》迎来了创刊 50 周年纪念日。

> 卡尔文·柯立芝赢得大选之后的两个月内，证券价格飞速上升并在华尔街引起轰动效应。不久华尔街再次目睹同样的情形。每天的成交量都是以一两百万来计算的，持续上涨的价格在股民中炸开了锅，这不仅仅是投机机会，而且代表着投资需求。

虽然总统大选对 1924 年底的牛市有一定的促进作用，但它不是市场强势反弹的决定性因素。借助于事后认识，人们就能够找出很多原因。几乎所有大牛市都与两个关键因素相关——技术突破和信贷普及，它们在 20 世纪 20 年代的大牛市中表现得尤为明显。

1882 年 9 月 4 日美国消费者首次接触到电，而 20 世纪 20 年代技术的飞跃使得电力技术的受众更加广泛。用电量的增长较为缓慢，1907 年只有 8.0% 的居民使用电力。1921 年有 37.8% 的美国居民使用电力，1929 年 67.9% 的美国家庭使用电力。在这个大背景下，使用电力的工厂机器所占的比例从 1919 年的 32% 上升到 1929 年的 49%。1929 年商业电器设备的销售量比 1921 年高出 146%。1919 年美国发电量比世界上其他国家的总发电量都要多。电力工业的迅猛发展为证券牛市提供了三个关键的推动力：生产率的提高、抑制通货膨胀以及对电力产品的需求猛增。

美国社会的电气化提高了生产率和公司收益，这就是 20 世纪 20 年代股价上涨的一个根本原因。1921 年至 1929 年人均实际私营国内产品总量增加 19%。1929 年单位商业资本的产能比 1921 年提高了 23%。在这段时

全区最低交易手续…… QQ …… www……net

期内美国公司所占国民财富的比重越来越大。考列斯委员会（Cowles Commission）所编辑的数据表明，1921 年至 1929 年每股收益，也就是后来的标准普尔综合指数上涨了 455%。我们承认 1921 年的收益很低，但是以股价回暖的 1923 年的每股收益来衡量，到 1929 年仍然上涨了 64%。电力技术帮助增加了公司利润。也许更为重要的是，在降低通胀压力的过程中，生产率的提高起到了一个关键的作用。通常人们都认为，20 世纪 20 年代股市的繁荣景象与通胀有着必然的联系，但是通货紧缩的趋势似乎更加明显。

我们已经发现，1919 年至 1921 年美国处于通货紧缩的状态。但是令人惊讶的是，1929 年美国股价甚至低于 1921 年（见表 4—3）。

表 4—3　　1921 年和 1929 年的价格指数

	1921	1929
所有商品	97.6	95.3
食品	88.4	104.9
[illegible]	[illegible]	[illegible]
金属及其制品	117.5	100.5
建筑材料	97.4	95.4
室内家具	115.0	94.0
杂货品	94.5	90.4

来源：美国统计局

尽管 20 世纪 20 年代需求猛增，但是商品供给能够跟上步伐，所以减少了通胀的可能性。美国社会的电气化以及生产率的提高使得增加商品供给成为可能。1921 年食品价格很低，之后开始缓慢上涨，但是仍然显著低于一战时期的价格。几乎所有价格都在下跌。此外在促使食品价格持续下跌的过程中，汽车的增多扮演了一个关键的角色。1900 年 1/3 的美国农田用于生产马匹饲料。但是随着美国马匹数量的锐减，很多农田转变为生产粮食而不是饲料。1929 年美国农场的马匹蓄栏量比 1921 年下降了 500 万。对于电气化而言，我们能够认为汽车的大量生产对公司利润的增长、较低的通胀率和利率有着重大影响。对于证券牛市而言，这样的组合影响足矣，但是技术进步确实刺激需求的增长。

居民用电数量的增加意味着对电器的需求也随之增长。尽管从 1921 年至 1929 年价格相对比较稳定，但是家用电器的美元价格仍然上涨了

www.ihelp.net

189%。价格涨幅最大的莫过于收音机，而且它的销售量几乎增长了30倍。电气化增加了人们对很多商品的需求，先前这些商品被视为奢侈品，如留声机、洗衣机、缝纫机、真空吸尘器以及1919年问世的电冰箱，而电冰箱曾被视为是最奢华的商品。新的"成长型"公司如雨后春笋般崛起，但是投资者看到的仅仅是海市蜃楼。但是美国消费者购买这些商品所需要的硬币是由这些成长型公司所生产出来的。

20世纪20年代消费信贷的猛增是牛市的主要特征。当时美国消费信贷主要基于分期付款，从1807年开始一些家具零售商就开始接受分期付款。19世纪50年代胜家缝纫机公司（Singer Sewing Machine Company）使得分期信贷逐渐流行起来，1899年波士顿50%的家具零售商提供分期付款计划。但是分期付款似乎是工人阶级的行为模式，所以这种信贷形式遭到其他社会阶层的厌恶。安娜·施瓦茨和弥尔顿·弗里德曼在《美国货币史：1867—1960》中这样写道，1914年尽管可以分期付款，但是人们很少这样做。1919年通用汽车金融服务公司（General Motors Acceptance Corporation）的成立标志着大众心理发生重大的变化。为了能够购买昂贵的豪华汽车，甚至连中产阶级也采用分期付款的方式。美国民众开始慢慢地接受分期付款，其他耐用消费品也接受了分期付款。

使用分期付款方式购买汽车的家庭所占的比例从1919年的4.9%上升到1929年的15.2%。1927年威柏·普卢默（Wilbur Plummer）所写的文章表明，大多数公众已经接受分期付款计划：

> *有40%的贫困家庭使用分期付款方式采购商品；有25%的中产阶级使用分期付款的方式；有5%的富人采用这种付款方式。*

分期付款主要集中于电力化所带来的新商品。

> *20世纪20年代信贷销售迅猛增长，尤其是耐用消费品领域。1927年15%的商品（价值为60亿美元）是通过分期付款合同购买的。超过85%的家具、80%的留声机、75%的洗衣机和半数以上的收音机、钢琴、缝纫机、真空吸尘器和冰箱都是通过这种方式销售出去的。*

1928年美国最大的银行国民城市银行（National City Bank）推出个人信贷业务，这表明通过信贷购买消费品得到进一步支持。

显然在任何经济复苏中，信贷确实能够提供很多收益；但是如果经济出现下滑，那么所面临的拖欠贷款的风险也随之增大。20世纪20年代分期信

全国最低交易手续费 [illegible] 95621.8088 [illegible]

贷的规模猛增，但是当时整体金融形势并不宽松。美国分期贷款行业的发展表明，即使在金融形势相对稳定的时候，新型信贷渠道提供以前从未出现过的贷款。虽然信贷发展比较平稳，但是仍然刺激了热点领域内的消费。

与联邦储备系统共存——一场全新的游戏（2）

"好吧，你在和我开玩笑吧。但是我不是傻瓜。我以12.5美元的价格抛出股票，但是我却能以50美分的价格购进股票。帕特，你应该询问我有关投资前景地产的情况。"埃克说。

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

科技替代现象逐渐影响美国的共同繁荣，那么联邦储备委员会该怎么做呢？联邦储备委员会是否能够如投资者所期望的那样，允许最终借款人使用弹性货币？投资者发现，由于在1914年至1921年联邦储备委员会扮演经济管理的角色，所以它希望继续施加干涉以便减少金本位制的透明度。战争及其后果并未直接导致联邦储备委员会的这一行为，但是对于投资者而言，无疑又增加了一个不可预知的动态变量。在20世纪，黄金流入意味着宽松的财政政策，但是联邦储备委员会的大多数成员认为应该阻止这种投机行为。从紧的货币政策能够减少金本位制度下账户赤字的规模，从而避免黄金和流动资产转而流向美国的贸易伙伴。阻止黄金流动的时间越长，那么重建国际金本位制的难度也就越大。防止投机和确保适量的黄金流入贸易伙伴这两个目标使得人们对1927年至1929年金融政策的反应日趋复杂，而此时投机活动也达到前所未有的高度。此时联邦储备委员会认为，这些异常环境能够保证对弹性货币的有效管理，但是不能保证金本位制有效运行。与1917年至1921年的做法类似，它再次使投资者陷入更为复杂的境地。

联邦储备委员会应该放手并允许战后美国经济超速发展。由于金本位制处于重建之中，所以它担心黄金会被再分配，而且认为在美国建立信贷结构将会非常危险。如果我们观察一下美国的黄金流入量，那么反对在黄金储备的基础上发展大规模信贷也就情有可原了。第一次世界大战后美国一直坐在金融火药桶上，实际上20世纪20年代上半期美国对其他国家的"弹药"供应持续增加。

全国最低交易手续费……开户……QQ……4582_8088……www……net

1921 年只有美国和其他五个国家（古巴、尼加拉瓜、巴拿马、菲律宾和萨尔瓦多）使用金本位制。人们认为，只要战后经济调整结束，多数国家都会重新采用金本位制。在重回金本位制之后，选择恰当的汇率就是一个政治决定。如果其他国家的政治家选择大幅贬值本国货币，那么黄金就会从美国大量流出。对于黄金大量外流，联邦储备委员会设计了应急预案。1923 年至 1929 年它限制黄金流入，抑制高能货币、货币总存量和信贷以及经济的增长。如果没有美国联邦储备系统，那么 20 世纪 20 年代美国银根将会松动。但是随着时间的推移，所期望的黄金大量外流并没有出现，可能是因为战争赔款和同盟国偿还战争债务所导致的。《华尔街日报》总裁休奇·班克罗夫特（Hugh Bancroft）认为：

赔款和债务还款形成一股新兴力量，它们不符合需求供给的互动模式，但每年都能从世界其他国家获取 5 亿美元的黄金……最后随着美国和法国持有世界黄金储量的 70%，其他国家就没有足够的黄金用于保证国民的信心……

表 4—4　　央行/财政部持有的黄金储备（占世界总量%）

公吨	1920	1925	1930
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
法国	1 622.2（14.4%）	1 201.1（8.7%）	3 160.0（19.2%）
英国	861.8（7.7%）	1 045.5（7.5%）	1 080.0（6.6%）
日本	837.4（7.4%）	866.4（6.2%）	620.0（3.8%）
西班牙	708.6（6.3%）	739.7（5.3%）	709.0（4.3%）
阿根廷	699.7（6.2%）	678.0（4.9%）	620.0（3.8%）
德国	391.3（3.4%）	432.1（3.1%）	794.0（4.8%）
荷兰	385.2（3.4%）	280.0（2.0%）	257.0（1.6%）
意大利	306.9（2.7%）	498.0（3.6%）	420.0（2.6%）
加拿大	278.3（2.5%）	336.9（2.4%）	165.0（1.0%）
其他	1 522.6（13.5%）	1 815.6（13.1%）	2 286.0（13.9%）
总量	11 295.3	13 891.5	16 469.0

来源：蒂莫西·格林（Timothy Green）《中央银行黄金储备》（*Central Bank Gold Reserve*）

表 4—4 显示，1924 年底有 7 个国家重拾金本位制，1925 年有 11 个国家加入金本位制，此时美国持有全世界 43.2% 的黄金储备。1929 年共有 29 个国家采用金本位制。但是 1925 年之后美国黄金储备比重才逐渐下降，

全国最低交易手续费完整办理国内正规期货股票开户……www.fhelp.net

因为一些国家，尤其是法国选择贬值本国货币。法国贬值本国货币是一个不足为奇的政治决定，而英国决定加入金本位制并使英镑升值。最直接的影响就是美国黄金储备再也没有显著增加。通过抑制黄金流入以及降低金融和经济增长，联邦储备委员会避免了因为国际收支恶化所导致的黄金外流。如果没有这个抑制措施，那么美国经济早就陷入不景气的境地了，但是不知道这种不景气是否能与其后实际出现的经济萧条相提并论。控制货币的措施从1928年开始执行，1929年8月经济达到繁荣顶峰时的货币存量甚至低于16个月之前的存量。因此不能认为美联储的措施导致20世纪20年代的投机倒把行为。这10年间的信贷增长数字并未表明美国实行的是很大幅松动的货币政策。

表4—5　　所有银行总资产、负债和投资的增长（百万美元）

	总负债		投资		总资产	
1921	29 236		11 169		49 633	
1922	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	(+1.5%)
1923	30 734	(+9.8%)	13 474	(+9.3%)	54 144	(+7.5%)
1924	[illegible]	(+4.2%)	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
1925	34 378	(+7.3%)	15 056	(+8.8%)	62 232	(+8.4%)
1926	36 658	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
1927	37 949	(+3.5%)	16 649	(+6.9%)	67 893	(+4.3%)
1928	39 946	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
1929	41 944	(+5.0%)	17 305	(-4.6%)	72 315	(+1.7%)
1921～1929增长		+43.5%		+54.9%		+45.7%

来源：联邦储备银行《银行货币统计数据》

由于1921年至1929年美国名义GDP增长42%，所以表4—5中信贷的增幅并不意味着银行信贷无节制地增长。加尔布雷思（J. K. Galbraith）认为，联邦储备委员会应该实行更加紧缩的货币政策，但是这将对国际金本位制的重建带来严重的影响。如果世界上其他国家被迫放弃金本位制，那么美国经济能否免受经济混乱的影响？国际因素考量使得美国无法进一步限制弹性货币，但正是这些国际因素对美国产生最直接的影响。联邦储备委员会确实采取措施限制货币增长，并在20世纪20年代取得很大的成功。你可以认为，限制黄金流入其他国家直接导致1929年9月美国遭到国

际危机。显然联邦储备委员会很难维持黄金储备的平衡。

在这期间货币政策没有任何松动的迹象。1919 年商品繁荣时期联邦储备委员会就采取过管制政策，现在它的主要目的就是直接遏制投机行为，而在 20 世纪 20 年代后半期华尔街是投机活动的主要场所。

早在 1925 年牛市刚刚开始时，一些联邦储备委员相信，很多信贷都用于“投机”行为而不是“生产”行为。显然华尔街吸引了越来越多的投机贷款。对此联邦储备委员会怎么办？为了应对这种投机泛滥的行为，大多数委员建议取消联邦储备银行自行决定再贴现率的权利，因为它们投放过多的证券贷款。当时无法判断储备银行的行为是否合法。此时联邦储备委员会出现两个不同的声音，部分委员认为应该直接对投机贷款施加压力，其他委员相信提高贴现率是更为合适的方法。争论仍在继续，但是 1928 年股票牛市没有任何减缓的趋势，所以迫切需要采取行动。

表 4—6 表明，为了筹集购买股票的资金，经纪人从全国各地获得贷款。1929 年底美国银行系统的信贷总额达到 419 亿美元。其中所有经纪人的贷款等于银行贷款总额的 20%。联邦储备委员会整理出一份包括 100 家储备银行的清单，从而对其直接施加压力。也许这个措施能够减少华尔街从银行系统获得的信贷数额，但是无法阻止其他金融机构提供贷款。在纽约证交所上市的所有股票和债券的总市值从 1924 年底的 270 亿美元上升到 1929 年 10 月底的 890 亿美元。在这期间，纽约银行的贷款额增长有限，1929 年 10 月其他银行的贷款额低于 1925 年 6 月的数额。如表 4—6 所示，股票投机所需要的贷款主要来自于非银行机构。由于华尔街投机贷款主要来自于非银行系统，那么联邦储备委员提倡的直接施加压力的措施似乎无法抑制投机行为。此外有充足的证据表明，来自全球各地的资金纷纷涌入华尔街，满足其猛增的贷款需求。1928 年 2 月纽约联邦储备银行认识到抑制投机贷款的努力宣告失败，所以首次提高了利率。

表 4—6　经纪人贷款来源——1927—1929（百万美元）

	纽约银行	境外银行	其他银行	总数
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
1925 年 6 月 30 日	1 150	770	740	2 660
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
1926 年 6 月 30 日	1 060	780	1 090	2 930
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

续前表

	纽约银行	境外银行	其他银行	总数
1927年6月30日	1 130	970	1 470	3 570
1927年12月31日	1 550	1 050	1 830	4 430
1928年6月30日	1 080	960	2 860	4 900
1928年12月31日	1 640	915	3 885	6 440
1929年10月4日	1 095	760	6 640	8 525

来源：联邦储备银行《银行货币统计数据》

纽约联邦储备银行的贴现率从1928年2月的3.5%调高到1929年8月的6.0%。但如表39所示，这段时间经纪人所获得的贷款数额反而增加了。贴现率的增长也影响了活期贷款市场，导致活期贷款利率从1928年1月的4.24%上升到1929年7月的9.23%。尽管后来活期贷款利率重新跌回10%以下，但是当1929年3月活期贷款利率超过20%时，股票市场出现轻微的恐慌情绪。这就是商业的特征。经纪人所获得的贷款继续增长，股票市场也持续上涨。尽管已经大幅调高了利率，但是仍然无法抑制贷款的增长和投机的行为，因为人们普遍认为这能够带来丰厚的资本收益。尽管1929年7月利率的上升并没有影响股市的上涨，但是它却首次影响美国经济的发展。如果抬高利率能够阻止投机行为，那么这主要是因为它降低了经济行为，威胁公司收益的增长以及股票的基本价值。进入9月和10月之后联邦储备委员会的行为能够抑制投机行为，因为它们抑制了所有经济活动。

起初投资者也许希望联邦储备委员会成为一个沉默的组织，如有必要将成为最可靠的贷出人。由于国家面临战争，所以从它建立之初就一直发挥作用。但是直到20世纪20年代它才相信自己能够在货币政策方面担当积极的角色。从建立之初它就拥有监管的职责，1928年至1929年它的政策就是结束华尔街的投机热潮。这个政策持续了一年之久，但是它需要打碎华尔街投机行为的坚硬外壳，因为投机行为已经严重损害了美国经济。

道琼斯指数：1929—1932

一个穷人只有很少的存款，而且还要依此养老，但是银行破产了，这简直是糟糕透顶。存款就这样烂掉了。我想是那些虚伪的银行家偷走了所

全国最低交易手续费免费办理国内正规期货股票开户 零佣金 不限资金规模 交易单自接申请交易所手续费
96821808 www.ihelp.net

有的钱，但他们仍然逍遥法外。

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

那么是什么让这场盛宴曲终人散？1929 年夏天美国经济放缓的信号就已经非常明显了。6 月工业和生产指标达到了峰值，但是汽车产量的增长幅度逐渐放缓。美国国家经济研究署提供的数据显示，美国经济扩张的巅峰出现在 1929 年 8 月。在世界其他地方经济已经开始衰退，并持续了一段时间。1927 年澳大利亚和荷兰就已经出现了经济衰退，1928 年德国和巴西经济进入萧条期，1929 年上半年阿根廷、加拿大和波兰的经济也开始衰退。

经过 20 世纪 20 年代的经济繁荣期，当时美国账户出现盈余，它的黄金储备占全球黄金储备量的 43%，但是美国并未出现账户赤字，所以这就使得其他实行金本位制的国家获得了发展的契机。人们也许认为高速增长的美国经济导致黄金流出，并为其他国家创造一个宽松的金融环境，但是这种情况始终未曾出现。未来更为复杂的焦点就是，对于资本而言华尔街就是一块吸铁石，有的投资者直接投资有价证券，其他投资者通过贷款购买有价证券，贷款的利率甚至达到两位数。在正常情况下，这些资本也许能够流入其他具有较强流动性的国家。1929 年资本外流的步伐明显放慢，流出美国的私人资本额比 1927 年至 1928 年的平均水平低 42%。

由于这些国家无法利用外国资本，所以它们无法平衡外部账户；如果它们仍然使用金本位制，那么只能实行通货紧缩的政策。由于其他国家试图坚守金本位制，所以不得不陷入通货紧缩的怪圈，其中一个原因就是 1929 年 9 月和 10 月股市的大幅震荡。1929 年越来越多的迹象表明，如果继续实行金本位制，那么外国政府所实行的通货紧缩政策将导致美国出口下降；一旦金本位制崩溃，那么货币竞争性贬值将恶化美国的经济环境。1929 年 9 月和 10 月投资者已经发现，海外经济放缓表明美国经济可能衰退。

1929 年 9 月 3 日道琼斯工业平均指数达到最高点，但是 10 月 28 日道指下跌了 32%，这被称为"泡沫破灭的一天"。在疯狂 10 月来临之前，导致股票清盘的因素就已经开始发挥效用了。9 月的形势表明新的全球金融系统面临巨大的压力。9 月 26 日英格兰银行将它的贴现率从 5.5% 提高到 6.5%。此举是对黄金外流做出的反应，从而使利率创下 8 年来的最高纪

全国最低交易手续费完整办理区内下切商品股指原油期货开户……

录。英国财政大臣菲利普·斯诺登（Philip Snowden）认为这项举措能够有效地防止资本流向"3 000英里之外投机盛行的国家"。美国和英国的利率差异很大。这就导致10月前两周纽约活期借款利率从10%下降到5%。过去人们通过贷款购买有价证券，而现在这种需求已经消失，贷款成本也逐渐下降。随着英镑的升值，美国黄金外流的迹象已经越来越明显。英格兰银行适时地提高利率使得美国投资者感到不安。

9月底10月初发生的其他事情进一步考验投资者的毅力。9月30日英国商业巨头Clarence Hatry公司破产。Hatry试图整合英国钢铁产业，它一直努力扩大融资规模。股票市场对股票供应量的增长持怀疑态度，Hatry公司的股票价格直线下降。银行发现有价证券价值严重缩水，于是限制信贷规模，Hatry面临穷途末路。商业巨头的轰然倒塌使得人们对其他行业的根基深感忧虑。10月11日马萨诸塞州公用事业局不允许波士顿爱迪生公司将其股票一分为四，并发表声明说："我们认为它的盈利无法促使投资者购买股票。"《时代周刊》的封面表明公众对商业和投资者有着很大的兴趣：10月28日的封面人物是瑞典金融家伊瓦·克罗伊格（Ivar Kreuger），11月4日的封面人物是芝加哥公用事业巨头塞缪尔·英萨尔（Samuel Insull）。1932年克罗伊格经营的商业集团破产，他本人也自杀身亡；英萨尔则因为侵吞公款和邮件欺诈面临从希腊引渡回国的命运。

不论何种因素促使市场下挫，人们普遍认为过量的牛市规模是导致股市大范围震荡的主要原因。此外如果资产杠杆有着很大的影响，那么人们就会刻意夸大有价证券价格的下跌幅度。

公众的市场参与度持续升温。据估计一战之前50%的美国人拥有有价证券。1929年这个数字上升为2 000万。并非所有的中小投资者都精通确定证券价值的基本原则。当股票市场利率开始下降时，价格的下跌幅度明显大于公众参与度较低的期间。公众参与度对其产生不良影响，这类似于通过创建某些投资工具吸引中小投资者的资金。尽管我们可以认为20世纪20年代股票市场参与者的知识相对贫乏，但是1932年"职业"投资者的技术素养也不见得高多少。1932年休·布洛克（Hugh Bullock）认为：

> 在美国投资管理是一个职业。全世界约有20万种可交易的有价证券。而专家需要一些时间才能选择最佳证券。我们美国人对这个行业还很陌生。但是我敢保证，在美国投资管理人将很快成长起来，并与英国的同行不相上下。

当时投资信托的职业经理人玩忽职守甚至进行欺诈，布洛克就是在这种环境下发表以上言论的。1868年以来投资信托已经在英国伦敦证交所扮演了很重要的角色，而截至1920年在美国共有40个投资信托公司，但是它们的市场影响力很小。1927年至1930年在美国人们设立了700个投资信托公司和投资控股公司，满足公众对投资管理专业知识的需求。1929年265家新成立的投资信托公司总共筹集了30亿美元的资金。1929年9月纽约证交所上市股份筹集到12亿美元的资金，其中50%的资金是由投资信托公司筹集的。而在市场暴涨期间，投资信托公司至少筹集了80亿美元的市值资金。这些信托公司经营著名的投资工具，其他公司则经营不确定性因素较高的投资工具，如购买非流通股、从公司管理层那里直接购买股份、控制所持股份的价格、使用基金购买关联方发行失败的股票、高负债比例、分配股票红利给经理以及积聚投资等。鉴于在经济上涨期间华尔街错误分配资本的实质和幅度，所以资本投资失败也就不足为奇了。但是人们很难判断投资失败之后全球经济是否陷入低迷状态。

从1929年9月3日至11月13日，股票市值下降了48%。10月中旬股市下挫的幅度适中，但是从10月10日至11月13日道琼斯工业平均指数下跌了44%。尽管10月股市下跌的速度是前所未有的，但是下跌的幅度却很正常（见表4—7）。

表4—7　　20世纪美国熊市持续到1929年——道琼斯指数下滑

1907年1月至1907年11月	（44%）
1916年11月至1917年12月	（39%）
1919年11月至1921年8月	（47%）
1929年9月至1929年11月	（48%）

来源：道琼斯指数

价格的下跌速度异常迅捷，但很快有迹象表明价格回暖的速度也许更加快捷。截至1930年4月17日市场已经恢复了52%，并且重回1929年初的水平。现在的市价仍然比1929年9月3日最高点低23%。下跌的幅度很正常，反弹的速度更加快捷。尽管在大萧条的历史时刻1929年10月价格的突然下跌起到了一定的作用，但是对如今的投资者而言，1930年4月之后的事件应该对这段金融市场历史承担主要责任。有些投资者相信市场开始持续回暖，并于1930年4月17日购买了有价证券。不幸的是道琼斯工业平均指数再次下挫，并在1932年7月市场见底之前损失了86%的市值。

全国最低交易手续费……开户……QQ……45821808……http www

因此在迈向1932年7月的过程中，最主要的事件发生于1930年4月之后。

如果1929年至1932年的熊市与20世纪的其他熊市有一个关键的差别，那么就是银行系统的垮台。在以前的熊市和经济萧条当中，银行破产以及产生的恐慌情绪确实起到了一定的负面作用。在1907年的市场恐慌之中，很多银行和信托公司都破产了，并直接导致联邦储备系统的创立。从1916年至1917年以及1919年至1921年，新系统似乎能够有效防止银行倒闭以并改善经济环境。联邦储备系统“提供弹性货币”这一职责得到很好的执行，避免了货币短缺和银行倒闭。如表4—8所示，银行危机最终使得“普通的”熊市转变为美国历史上最严重的股市崩盘。

表4—8　1929年至1932年的熊市——每个阶段及其对道琼斯指数下滑的影响

	该阶段下降/上升（%）	累计（%）
[illegible]	[illegible]	[illegible]
首次回暖——1929年11月13日至1930年4月17日	+48	-23
[illegible]	[illegible]	[illegible]
第一次银行危机——1930年9月10日至1930年12月16日	-36	-59
[illegible]	[illegible]	[illegible]
第二次银行危机——1931年2月24日至1931年10月5日	-56	-77
[illegible]——1931年10月5日至1932年3月8日	+3	-76
黄金外流——1932年3月8日至1932年7月8日	-54	-89

来源：道琼斯公司

我们需要综合考量股票市场缓慢下跌的过程与宏观经济事件。表4—9使用月度和季度数据描绘经济衰退的进程。

表4—9　经济衰退的进程——1929年6月底（指数=100）至1934年6月

	国民生产总值定值美元	实际工厂工资指数	消费者物价指数	批发物价指数	百货商店销售价格（调整后）
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	100	100
1929年12月	100.6	92.3	99.7	97.9	98.3
1930年6月	98.2	83.8	99.1	91.2	90.6
1930年12月	87.7	73.3	97.6	83.5	87.3
1931年6月	89.5	70.0	94.8	75.8	92.4
1931年12月	83.9	62.2	92.1	72.2	84.3

续前表

	国民生产总值定值美元	实际工厂工薪指数	消费者物价指数	批发物价指数	百货商店销售价格（调整后）
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
1932 年 12 月	70.1	57.2	84.8	65.8	69.3
1933 年 6 月	77.5	58.6	81.3	68.1	76.2
1933 年 12 月	70.2	67.4	82.7	74.3	70.5
1934 年 6 月	80.6	76.7	82.4	78.3	72.4

来源：美国统计局

表 4—9 描绘了 1929 年至 1933 年经济衰退的过程，如表所示，8 个月之前所爆发的股市崩盘对 1930 年中期美国经济的影响逐渐下降。从 1929 年 6 月至 1930 年 6 月，经济规模缩小了 1.8%，消费价格指数下降了 0.9%。工厂工薪、批发价格指数和百货公司销售下降的幅度更为猛烈。就宏观经济而言，10 月第一次银行危机导致 1930 年下半年下滑幅度进一步加快。在 1929 年至 1932 年经济紧缩的过程中，只有 1931 年上半年经济出现些许恢复，而国民生产总值和百货公司销售都有所增长。但是这种增长很快被 1931 年 3 月的第二次银行危机所抵消，欧洲的银行危机进一步加剧了美国的银行危机，并成为 5 月初多家报刊的头条新闻。

在经济衰退的过程中，如果以统一币值的国民生产总值来衡量，那么只有 35% 的总体萎缩是发生在 1931 年 6 月底之前。与商业循环标准模式脱节的是第二次银行危机的影响以及人们对汇率是否稳定的担忧，从 1931 年 6 月至 1932 年 12 月所发生的经济紧缩规模已经超过总体紧缩规模的 2/3 了。经济衰退与股票市场的下挫有着直接的关系。截至 1931 年 2 月市场的下降幅度超过 1907 年以及 1919 至 1921 年的水平，但事实并非如此。1931 年上半年投资者几乎碰到所有糟糕的事情，直到此时经济紧缩和熊市才恢复正常。

20 世纪 20 年代银行面临很严重的危机，银行止付存款数额大于 1921 年经济严重衰退时期的数额。

农业的衰退和银行整合所产生的竞争性压力导致 20 世纪 20 年代银行大面积破产。尽管如此，1930 年第四季度仍然出现转好的迹象。图 4—2 显示，1930 年 10 月底银行止付存款数额为 2.87 亿美元。联邦储备并未受到商业紧缩的影响，尽管下调了贴现率，但是仍然限制联邦储备银行的信

QQ 4582.8088 www

贷规模。根据6月的数据，全年银行止付存款数额低于3.5亿美元，创下历史最高水平，尽管1926年银行止付存款数额为2.6亿美元，但是这丝毫没有影响美国经济的发展。但是1930年11月和12月608次银行止付影响5.5亿美元的存款，从而将对金融系统的危害提高到一个更高的水平。1930年第四季度多数破产的银行的都与农业有关，20世纪20年代的经济危机已经使农业不堪一击。



图4—3　商业银行止付影响的存款总额（百万美元）

来自：联邦储备银行（银行货币统计数据）

在这个阶段其中一个倒闭的银行是合众国银行，它成立于1791年，而且是联邦储备系统成员。它是美国历史上最大的银行破产。它并不是国家银行，40万储户主要集中在纽约市。一旦存款遭受损失，那么储户就要开始面对重大风险。从1930年9月中旬至12月中旬，道琼斯工业平均指数一路下滑，与1929年11月相比下跌了36%。

公众行为和银行行为都出现变化。截至1930年10月愿意在银行存款的公众人数仍在上升。20世纪20年代美国民众的存款与现金的比例持续增长。1930年10月存款现金比例达到新高，这是自第一次银行危机出现后公众对银行系统的最高信赖度。现在人们面临主要的风险是，尽管公众觉得应当将存款数额降低到历史“正常”水平，但是较大的货币紧缩即将来临。从1930年10月，存款总量已经开始下降，也许谁也没有想到存款现金比例会从1930年10月的11.5下降到1933年3月的4.4。在公众停止提取存款之前，存款现金比例将会降低到19世纪末以来的最低水平。在有限的储备银行系统下，银行需要保持的现金数额远远低于存款总量，所以从银行大规模提现将会带来很大的负面影响。此时如果公众需要提取1美

全国最低交易手续费……开户 …… 95621.8088 …… www.7help.net

元，那么银行就要减持14美元的存款。存款外逃以及联邦储备系统没有能力或不愿意采取措施是1930年美国经济衰退最终演变成1931年至1932年经济萧条的关键原因。

美国银行系统存款总额从1930年6月底的598.28亿美元下降到12月底的580.92亿美元。下降的幅度不是很大，但是由于联邦储备系统的不作为，最终对银行的资产负债表产生极为负面的影响。银行对存款外逃的反应相对平静，只是通过吸收更多的流动资产来改善资产负债表。这个举措具有重要的影响，因为银行试图通过抛售公司债券，转而持有政府债券。从1929年10月股市狂跌开始，公司债券的价格已经开始缓慢上升。但是随着1930年10月银行危机的爆发，价格又开始下降了。尽管下降速度很慢，但是新一轮的价格变化趋势将持续到1932年夏季。随着1931年银行家被迫进行流动资产投资，他们面临更加严重的问题。

1931年初出现了经济趋于稳定的迹象，但是证券市场仅仅小幅回暖。在银行危机当中，1930年12月16日道琼斯工业平均指数跌至157.5点。截至1931年2月24日道指上涨23%，而且仅仅比1929年11月低2.2%。这个时段的下跌幅度与1907年以及1919至1921年熊市基本持平。但是现在第二次银行危机来袭。如果投资者在1931年2月24日——也就是1929年10月股市崩盘之后的第16个月——投资证券，那么在接下来的17个月里就能目睹道指下跌79%。这种幅度的下跌使得此时的熊市得以与其他熊市区分开来。

在第一次银行危机爆发之前，长期利率和短期利率已经开始下降，Baa信用等级的债券收益也在下降。但是随着企业信用的改善，收益率差价开始出现。由于银行追求较好的流动性，所以纷纷抛售较差的公司债券，转而购买政府债券。1931年3月银行再次开始止付，这就说明银行再次强化自己的储备地位。3月银行继续亏损，5月奥地利最大的私人银行Credit-Anstalt破产，这重创了储户的信心。奥地利政府采取多种措施，其中之一就是外汇管制，冻结奥地利境内的外国账户。由于Credit-Anstalt曾经控制匈牙利最大的银行，所以5月中旬开始存款大量外逃。恐慌情绪蔓延到德国。奥地利采取外汇管制的措施引起德国储户的严重关注，他们担心德国银行资产负债率过高。由于超过一半的德国银行存款是由非德国人所拥有，这些投资者信心的丧失将带来非常严重的国际影响。7月德国银行危机大规模爆发，很快德国政府开始实施外汇管制。由于奥地利、匈牙

全国最低交易手续费开户 理财中 可免费股指期货自助开户 零佣金 不限资金单个交易品种直接申请交易所手续费
任何地方都可以找我们做 10倍跨境套利 咨询QQ微信 4582.8088 期货开户私人指导 http www.the p.net

利和德国冻结了美国银行资产，所以美国银行资产负债率显著上升，这就使得美国公众继续提现并持有大量现金。银行存款总额从1930年12月的580.92亿美元下降到1931年6月的560.92亿美元，截至1931年12月下降到495.09亿美元。1931年2月美国银行系统所持有的存款明显低于1924年12月的存款数额。银行被迫再次调整资产投资组合，放弃价格持续走低的公司债券。

在不到一年的时间里，美国遭到第二次银行危机的冲击。美国著名金融专家很自信地认为，联邦储备系统将有效阻止此类事情的发生。在1928年4月14日《星期六晚报》上，财政部长安德鲁·梅隆（Andrew Mellon）宣称：

> 尽管可能突然出现商业危机或金融恐慌，但是不要担心银行业或商业，因为这都是暂时的现象。我们不再是变化无常的商业循环的牺牲品。联邦储备系统是货币紧缩和信贷短缺的解决办法。

联邦储备系统并未提供解决办法。投资者继续专注证券，并希望继续提供弹性货币，但是结果他们惊奇地发现联邦储备系统仍在袖手旁观。在经济衰退和萧条期间，美联储仅仅降低了贴现率，尽管公众从联邦储备银行提取大量现金，而且商业银行抛售债券以便增加流动性，但是美联储仍然没有增加联邦储备银行的信贷规模。1921年投资者面对的一个关键问题是，自从1919年联邦信贷规模达到创纪录的35亿美元之后，联邦信贷规模将缩水到什么程度？几乎无人能够预测，截至1924年中，信贷规模低于10亿美元。1931年夏季联邦信贷再次接近1924年的低位水平。那时经济迅速扩张，整个经济形势迫切需要大量的"弹性货币"。如果真如安德鲁·梅隆所述，美联储扩大信贷规模是解决问题的方法，那么这个医师并未履行自己的职责。1931年夏季美联储开始购买商业票据，并准备扩大联邦储备银行的信贷规模。但是公众已经丧失对银行系统的信心，存款现金比例已经从1930年10月的11.5下降到低于9.0。随着银行系统的根基开始动摇，美国遭遇了全新的货币危机：1931年8月美国黄金储备高达47亿美元，但是现在黄金开始大量外流。

1931年9月黄金外流达到惊人的地步，因为投资者对英镑的贬值感到很震惊。很快其他8个国家纷纷效仿，10月又有4个国家加入货币贬值的行列。在经济衰退的过程中，美国股市开始萎缩，银行也出现危机，但是外国投资者仍然对美元的黄金价值充满信心。1929年9月至1931年8月

美国黄金储备增加了15%，其中约有37%的黄金增量于1931年5月和6月流入美国，因为欧洲的银行危机促使资本纷纷涌入美国这个安全的港湾。英国放弃金本位制之后事情发生了根本性的变化，1931年8月至10月美国黄金储备下降了15%，这就完全抵消了1929年以来所有的黄金流入量。投资者认为，如果英国放弃金本位制，那么美国也有可能效仿。

在黄金大量外流和存款外逃的双重打击之下，商业银行系统面临更大的压力，而利率上升使这一局势更加复杂。美联储执行金本位制，10月将贴现率从1.5%提高到3.5%，希望此举能够阻止黄金外流。商业银行再次匆忙地抛售资产以便增强自身的流动性。现在连政府债券的价格都首次下降了。先前投资者认为政府债券能够提供名义盈利，所以现在他们非常惊讶。由于银行被迫降低所持政府债券的价值，资产负债率进一步恶化。从1931年8月至1932年1月，1860家银行止付存款总额达到14.49亿美元，这几乎等于1921年至1929年止付存款的总额。尽管从道琼斯工业平均指数角度而言，这段时间的下跌幅度仅仅占1929年9月至1932年7月下跌幅度的32%，但是第二次银行危机的危害程度远超过第一次银行危机。

与1929年9月的峰值相比，1931年10月5日道指已经下降了77%。持悲观态度的投资者也许认为这种幅度的下挫能够终结任何熊市。市场出现一些积极的迹象，因为胡佛政府最终决定采取新措施应对危机。1931年10月成立了国家信贷公司（National Credit Corporation），它的任务就是提供贷款，帮助银行解决无法为证券提供担保的不良资产问题。1932年2月共和党政府成立了复兴银行公司（Reconstruction Finance Corporation），向银行和铁路公司提供贷款。2月26日联邦储备委员会将贴现率下调了50个基点，这样3%的贴现率就能有效防止黄金外流。2月17日美国通过《格拉斯—斯蒂格尔法案》（*Glass-Steagall Act*），允许政府债券与联邦储备票据分离运作，这样联邦储备系统就创造了较高的流动性。1932年3月的道指仅仅比1931年10月的道指高一些。如果投资者认为艰难时刻已经过去，并于1932年3月购买证券，那么在7月市场见底之前他们将会损失54%的资金。

由于熊市仍持续了一个季度，所以市场再次受到冲击，这主要是因为美国黄金储备继续外流。从1932年3月至7月底，美国黄金储备又下降了12%。《华尔街日报》将黄金外流归因于票据的增加，因为此时国会尚未决定增加政府开支。财政赤字使得其他国家认为美国的金本位制面临严重

的威胁。但是也许联邦储备系统大规模购买公开市场政府债券使其他国家大吃一惊。1932 年初其他国家仍然有充足的理由抛售美元。巴瑞·易臣格瑞（Barry Eichengreen）认为世界各国纷纷贬值威胁美国当前账户的盈余状态。

美联储所面临的通货再膨胀的压力越大，美元贬值的风险也就越高。由于 1932 年是选举年，国会要求美联储做出更为强势的回应。所以投机者清空美元存款，而中央银行将美元储备更换为黄金储备。

由于人们担心政治干涉金融事务，所以美联储才敢于在公开市场上有所作为。纽约联邦储备银行总监乔治·哈里森（George Harrison）告诉行政委员会成员：“为了能够在过国会颁布激进的金融法令之前有所作为，唯一的办法就是更快更广地实施我们的计划。”投资者有足够的理由相信，政治家倾向于实行通货膨胀政策，而且控制弹性货币，对此银行家束手无策。这些投资者认为美联储的行动表明他们的目标是通货再膨胀，而不是提供弹性货币。对于那些持有美元储备并实行金汇兑本位制的国家而言，这就具有很强的警示作用。如果新政继续实施，那么美国极有可能放弃金本位制。外国投资者开始从美国撤资，华尔街认为这个夏季美元就开始贬值。美联储采取通货再膨胀政策深深伤害了投资者，华尔街到处弥漫着恐慌情绪。在美元可能贬值以及经济继续衰退的背景下，证券市场熊市仍在继续。在 1929 年 10 月崩盘、1930 年 10 月第一次银行危机、1931 年第二次银行危机以及 1932 年黄金外流的共同刺激下，道琼斯工业平均指数很快就要见底了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品期货开户 零佣金 不限资金 帮您交易量直接申请交易所手续费
什 加油 西湖 ... 详询QQ ... 95622 ... www.7help.net

第5章 1932年的市场结构：

美国工业的重大变化

"乔，朝这边走。现在是什么给我们希望？汽车工业。为什么？因为它是新兴产业。现在我们需要什么才能恢复美好时光？发展新兴产业。好吧，这就是我们的想法。现在我就有一个新东西。电动剃须刀。"

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

1932年的股市

本书所讨论的四个时段之间，股市结构都出现了显著的变化。牛市带来无数的新问题和新技术，并导致新兴产业的出现。1921年至1932年是两次熊市见底之间最短的间隔期，但是股市仍然出现了重大的结构变化。1932年可供投资者选择的证券要比1921年多得多。即使是在经济衰退和萧条期间，1932年底纽约证交所仍有1 278只上市股票，而1921年底只有691只上市股票。与人们预期的完全不同，市场仍然较为活跃。1932年约有32%的上市股票被交易，而在1921年有59%的上市股票被交易。尽管换手率有所下降，但是1932年股票交易量为4.25亿，而1921年仅有1.73亿。尽管交易量较大，但是换手率仍然下降了，因为在此期间纽约证交所上市股票增长了349%。

随着1932年6月股市逐渐探底，周平均交易量为3 047 183股。7月1日平均股价为11.89美元，纽约证交所每周股票交易的平均价值为3 620万股。为了便于理解市场结构，我们需要牢记的是，1932年优先股仍然是重要的资产类型，它的价值占纽约证交所普通股和优先股价值总额的19%。1932年7月1日市场共有808种普通股和445种优先股，很多公司通过同一发行券商的普通股和优先股进行套利。1932年50%的上市公司既发行普

……95622……www.ihelp.net

通股，也发行优先股。尽管 1932 年夏季共有1 253种上市股票，但是每天股票交易可能涵盖 500 个发行股票。1929 年 9 月普通股和优先股的市场价值达到 900 亿美元。1929 年至 1932 年价值下跌的幅度与 1929 年 9 月至 1932 年 6 月平均市值的下跌幅度基本持平，而普通股和优先股发行总量仅仅从 1929 年 9 月的1 280下降到 1932 年 7 月的1 262。

1929 年 8 月在股市狂泻之前的最后一段时间内，日平均交易量为3 677 053股。月平均股价最高为 89.13 美元，在 9 月和 10 月市场大幅下挫之前每天的交易量约为 3.28 亿美元，交易量达到史无前例的地步。1929 至 1932 年道指下降了 89%，上市证券数量下降了 5%，每天交易股票的价值下降了 98%。

这些数字说明 1932 年股市滞销，投资者也纷纷回避股市。但事实是，在纽约证交所上市的所有股票中，约有 32% 的股票被交易，而 1932 年上市公司的数量几乎是 1921 年的两倍。与峰值相比，道琼斯工业平均指数可能下降了 89%。1924 年底可信赖的市值数据刚刚问世，与 1924 年底的市值相比，纽约证交所上市股票市值仅仅低 40%。而上市公司 32% 的换手率也低于历史水平，但是仍然高于 1937 年至 1979 年的水平。

如果需要理解 1932 年的市场结构，那么就需要了解美国工业发生的重大变化。表 5—1 和表 5—2 分别列示 1929 年 9 月 1 日和 1932 年 7 月 1 日纽约证交所所有板块的市值。令人惊讶的是，1929 年 9 月铁路股票仍然占据市场的绝大多数份额。尽管从 1921 年 8 月市场低迷至 1929 年 9 月市场高开高走期间工业板块的业绩比铁路板块高 86%，但是铁路股票仍占据主导地位。

表 5—1　　1929 年 9 月的市值

	($m)	占总数比重（%）	股票发行数
铁路及设备	12 778	14.25	186
石油	7 601	8.48	63
化工	7 112	7.93	72
汽车及零部件	6 162	6.87	66
通信	5 315	5.93	13
零售商业	5 192	5.79	97
电子设备制造	5 096	5.68	19
煤气电力控制公司	5 045	5.63	34
煤气电力运营公司	4 796	5.35	38
钢铁焦煤	4 403	4.91	47

[illegible] 4582,8088 [illegible] www.[illegible]

续前表

	($m)	占总数比重（%）	股票发行数
食品	4 178	4.66	86
采矿（[illegible]矿石）	3 091	3.45	56
机器和金属	3 010	3.36	85
美国[illegible]	2 861	3.19	41
金融	2 223	2.48	31
外国[illegible]加拿大[illegible]	1 951	2.18	32
烟草	1 732	1.93	40
农业机械	928	[illegible]	12
娱乐	926	1.03	27
[illegible]设备	868	0.97	12
建筑	813	0.91	25
[illegible]	805	0.90	26
航空	732	0.82	11
橡胶和轮胎	507	0.57	18
其他公用事业公司	376	0.42	37
[illegible]	357	0.40	19
综合性公司	224	0.25	11
土地和不动产	186	0.21	8
皮革和长靴制品	147	0.16	20
运输服务	87	0.10	7
服装制造	85	0.09	13
物流[illegible]	85	0.09	8
总数	89 670	100.00	1 280

来源：《华尔街日报》1929 年 9 月

尽管 20 世纪 20 年代的牛市经常与汽车和广播业的繁荣联系起来，但是 1929 年 9 月股市进入鼎盛期时，三大板块——铁路、石油和化学——仍占据总市值的 31%。尽管通信板块只包含几家小型公司，但是它在市场上的重要性与日俱增，最突出的代表就是 AT&T。1929 年 9 月由投资信托公司组成的金融板块占总市值的比例甚至低于 2.5%。1920 年美国钢铁公司是美国最大的上市公司，而且也是关键的板块之一，但是到了 1929 年整个钢铁板块的市值仅仅排名第 10 位。

[illegible]

表 5—2　　1932 年 7 月的市场价值

	($m)	占总数比重（%）	股票发行数量
铁路及设备	[illegible]364	[illegible]	[illegible]
石油	1 698	10.86	56
化工	[illegible]	[illegible]	[illegible]
汽车及零部件	668	4.27	69
通信	[illegible]	[illegible]	1
零售商业	850	5.44	103
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
煤气电力控制公司	929	[illegible]	[illegible]
煤气电力运营公司	1 492	9.54	31
钢铁和煤	583	[illegible]	[illegible]
食品	1 243	7.95	76
[illegible]	360	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	1.20	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	252	[illegible]	[illegible]
烟草	[illegible]	[illegible]	[illegible]
农业机械	159	1.02	[illegible]
娱乐	51	0.33	[illegible]
公司和办公室设备	107	0.68	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
造纸和出版	89	0.57	28
[illegible]	58	[illegible]	[illegible]
橡胶和轮胎	88	0.56	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	71	0.45	40
[illegible]	42	[illegible]	[illegible]
土地和不动产	25	0.16	8
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
运输服务	5	0.03	8
服装制造	8	0.05	9
物流和建筑	9	[illegible]	9
总数	[illegible]	[illegible]	[illegible]

来源：《华尔街日报》1932 年 7 月

全国最低交易手续费免费……开户 ……本书由……
……QQ 4582.8088 …… www

正是在 1929 年至 1932 年的熊市当中铁路板块最终失去了最大板块的头衔。1932 年 7 月铁路板块仅占总市值的 8.7%。而在 20 年前在纽约证交所换手的股票当中铁路股票占据 50% 以上。1932 年 6 月最大的板块是石油，如果公用事业运营和控股公司合并的话，那么它们将占据总市值的 15%。在熊市期间汽车和零部件板块的重要性也明显下降。与食品、烟草、通信和公用事业板块相比，汽车板块遭受的冲击更大。在这期间集中度也下降了，1932 年十大板块占据 77% 的市值，而 1929 年这个比例为 71%。1932 年公用事业、石油和通信板块占据股票市场的绝大部分，它们的市值占总市值的 37%。

市场结构变化的幅度较大，主要是因为 1926 年 6 月人们才能获取详细的板块数据，所以只有从这时开始才能评价股票价格的表现，见表 5—3。我们无法察觉 1921 至 1929 年牛市期间板块价格表现的影响，但是我们可以评估 1926 至 1929 年间的表现，这段繁荣时期被称为"怒吼的 20 年代。"

20 世纪 20 年代的牛市往往与汽车板块或美国无线电公司股票的表现息息相关，但是真正的明星板块是化学和电子设备。在此期间美国家庭和公司的电力化进程进一步加快，为电子设备制造商创造了繁荣的机会。此外电力的发展还推动了公用事业股票的表现，可疑的金融数据也进一步助推了股票的表现。在这之后很多公用事业控股公司都倒闭了，它们的首席执行官，如明尼阿波利斯控股公司董事威廉·福谢伊（William Foshay）和中东公用事业公司董事塞缪尔·英萨尔，都因为犯罪而被起诉。

表 5—3 核心产业的表现——1926 年 6 月至 1929 年 9 月

化工	+369%
电子设备	+349%
公用事业	+326%
金融	+275%
商业设备	+264%
啤酒	+259%
服务	+223%
钢铁	+180%
汽车	+174%
通信	+157%
道琼斯工业平均指数	+149%
食品	+102%

全国最低交易手续费……www.ihelp.net

[illegible]

零售	+95%
交通	+85%
建筑	+83%
烟草	+64%
石油	+48%
[illegible]	+15%
制造	+42%
煤炭	+39%
航空	(65%)

来源：肯尼思·弗兰奇（Kenneth French）《产业证券数据》（*Industry Portfolio Data*）。注释：所有收益用于再投资。

化工行业从整体经济繁荣之中获益匪浅，但是20世纪20年代投资者十分看好石油化工这个新兴产业的前景。1919年玻璃纸就已经出现并投入市场，1927年杜邦公司在它的产品表面增加了防水层，显著扩大了玻璃纸的用途。20世纪20年代人造甲醇和合成硝酸盐开始商业生产。投资者认为石油化工行业的发展导致合成原材料生产的大幅上升。直到20世纪30年代氯丁橡胶、珀斯佩有机玻璃、聚乙烯和尼龙等才得以问世。但是石化产品取得商业成功的前景导致20世纪20年代后半期化工企业股价的上涨。

金融板块的表现也很出色，这主要归功于投资信托股票的热销。很多信托股票的价格都超过了它们的资产价值，并通过套利来增加盈利，所以在牛市当中这个板块获得较好的收益也就不足为奇了。

1917年至1919年商品板块有效拉动牛市，但是在20世纪20年代商品板块的表现不尽如人意。此时通货膨胀已经中止，很多商品的价格已经有所下降。如果投资者在1919年至1921年的熊市中持有石油股票，那么不会有所回报，因为20世纪20年代的石油板块是表现最差的板块之一。

读者在阅读表5—4所示的下跌幅度时，需要考虑同时期批发价格指数下降了33%这个因素。除了这个抵消因素之外，多数公司都能够以各种形式支付股利。柯氏基金会提供最全面的有关市场股利的数据，这些数据表明1929年至1932年股利分配减少了48%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规期货股指开户 …… 95622 8088 …… www.ihelp.net

表 5—4　核心产业的表现——1929 年 9 月至 1932 年 6 月

烟草	（38%）
通信	（70%）
制衣	（75%）
煤炭	（74%）
石油	（74%）
食品	（72%）
公共事业	（82%）
化工	（85%）
啤酒	（86%）
汽车	（88%）
道琼斯工业平均指数	（89%）
交通	（90%）
金融	（91%）
电子设备	（91%）
钢铁	（92%）
房建	（93%）
机械	（94%）

来源：肯尼思·弗兰奇《产业证券数据》。注释：所有收益用于再投资。

防守型板块，如公用事业和食品股票不能给投资者提供任何保护。这不仅仅与 1929 年 9 月所有股票价格高估有关，此外经济衰退导致电力和包装食品等基础食品的产量下降。在 19 世纪和 20 世纪包装食品仍然是一个新兴的概念，因此需求有足够的下降空间。1932 年美国人所消费的面包当中有 85% 是在家庭里烘制的。1929 年至 1932 年烟草板块是唯一有所增长的板块，因为原材料价格下降，而销售价格却在上升。

1932 年的债券市场

神父莫兰刚刚说什么了？他告诉我们银行家的所作所为。将美国人的钱贷给欧洲国家。如果他们将美国的钱留在美国境内，那么经济就不会萧条。

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

全国最低交易手续费……[illegible]……开户……[illegible]
[illegible]……www.[illegible]help.net

1932 年 6 月 1 日 1 587 种发行债券的票面价值总额为 521.93 亿美元，在纽约证交所的市场价值为 368.56 亿美元。根据市场价值来区分，纽约证交所债券市场主要包括以下关键板块（见表 5—5）：

表 5—5　　1932 年 6 月 1 日纽约证交所债券市场组成部分

	%	市场价值
[illegible]	[illegible]	[illegible]
外国政府	30.5	11 242
铁路	13.4	4 953
公用事业	7.7	2 831
工业	4.9	[illegible]
外国公司	3.0	1 109
合计	100	36 856

来源：《华尔街日报》1932 年 7 月 11 日

尽管政府债券只有 11 种，但是在纽约证交所上市的债券当中它仍占据主导地位。此时债券市场每天的平均交易量约为1 000万美元，其中 40% 是美国政府债券。其他1 576种债券的每天交易价值总额为 600 万美元。在债券尚未反弹的 1932 年 5 月，纽约证交所债券的总体换手交易额为 1.69 亿美元，这是自 1918 年以来 5 月的最低交易量。债券的下跌幅度没有股票那么剧烈。1929 年 9 月 1 日纽约证交所上市债券的价值总额为 467.41 亿美元。在证券市场熊市当中市场价值仅仅下跌了 21%。

但是市场价值总额和发行量的轻微下跌具有很大的迷惑性，因为美国政府债券的价格相对稳定，但是其他类型债券的价格下降了。1929 年 9 月 1 日共有1 543个其他类型债券，它们的市场价值约为 338.09 亿美元；但是到了 1932 年 6 月 1 日1 574个其他类型债券的市场价值下降为 219.27 亿美元。价格的直线下降主要是因为通货紧缩导致公司的资产负债率较高。尽管很多公司的资产负债率都很高，但是仍有不少公司在长期经济紧缩的过程中强化了自身的实力。1932 年有一家名叫"美国力量"的公用事业公司，它发行股票被认为是从事投机行为，现在看来它的资产负债表相当保守，当然它并不是地缘政治体。

美国力量公司发行股票具有投机的性质，如果商人不希望获得期权收益，那么它的普通股也许会让商人们眼前一亮。它并没有固定债务，1931

[illegible]

年底它所持有的美国政府债券金额超过2 665万美元。

即使公司调整资产负债表，那么也无法减轻经济衰退对它们债权价值的负面影响。表5—6列示了1929年9月和1932年6月主要板块的收益，从中就能看出这段时期债券市场内的主要变动。

表5—6　　1929年9月至1932年6月主要债券收益

(%)	政府	工业	铁路	公用事业
[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]
1932年6月	3.76	6.00	9.14	7.21

来源：联邦储备银行《银行货币统计数据》

图5—1显示，由于政府债券价格相对稳定，所以其他债券市场价值的下跌幅度不是很大。1931年财政部三次发行债券，总值达到22亿美元，在3年间这是第一次大规模发行债券，所以推高了债券的市场价值总额。人们都期望政府债券能够在通货紧缩的年代保持高位增长，至少债券刚刚上市时确实如此。政府债券牛市从1929年9月一直延续到1931年6月第二次银行危机爆发，那时的收益率已经达到3.13%。1931年末持续贬值使得市场出现恐慌情绪，这时政府债券的价格也下降了。但实际情况是，从1929年9月至1932年6月政府债券的价格基本保持稳定。

但是其他类型债券的境况就大相径庭了。起初经济衰退还在可控范围之内，这时债券价格上涨。从1929年9月至1930年9月市场达到顶点，工业债券收益下降了33个基点。但是1930年9月所有事情都改变了——第一次银行危机导致工业债券价格猛跌。工业债券的价格已经低于1929年9月和1930年9月的水平了。

1929年9月至1930年9月价格上涨，然后价格突然猛跌的发展模式同样也适用于铁路债券和公用事业债券。10月股市重挫后公司债券价格在高位运行长达11个月之久，这就说明股市崩溃并不像人们所认为的那样直接导致其后的经济萧条。

债券价格也许将会下跌，但是它们的表现依然优于证券，尽管股市已经见底，但是投资经理仍然大量购进债券。1932年7月11日《华尔街日报》发布了一则普通新闻：

6月30日富达基金公司（Fidelity Fund Inc.）经理安德森和克伦威尔公布有价证券投资组合：债券，65%；股票，28.6%；现金及坏账准备，6.4%。

全国最低交易手续费……不限资金量……4582.8088……www



图 5—1　1929 年 1 月至 1933 年 1 月美国政府债券的月收益

来源：联邦储备银行《银行货币统计数据》



图 5—2　1929 年 1 月至 1933 年 1 月信用等级为 BAA 的公司债券的收益

来源：联邦储备银行《银行货币统计数据》

此外还需要特别关注外国政府债券。当代投资者也许很诧异，因为 1932 年 6 月这些债券的市值甚至超过国内的商业债券。尽管有很多美国国内的公司债券在纽约证交所上市，但是外国政府债券的发行量似乎更大。20 世纪 20 年代美国经济仍处在恢复当中，美国成为世界上最主要的资本供应国。最重要的标志就是在纽约证交所大幅筹资的外国政府数量猛增。1926 年 1 月底，共有 116 个外国政府债券在纽约证交所上市，市值共达 30.24 亿美元。随着 1929 年 9 月证券市场进入鼎盛期，纽约证交所共有 202 个外国政府债券，总市值达到 160.12 亿美元，占纽约证交所上市债券总值的 1/3。除了一些负债国家如英国、法国和加拿大，美国投资者还能够购买巴伐利亚、玻利维亚、波尔多、布里斯班、布达佩斯、哥斯达黎

加、古巴、海地、纽伦堡、奥斯陆、巴拿马、鹿特丹、华沙、维也纳或横滨的政府债券。1932 年 6 月 1 日纽约证交所上市的外国政府债券市值下跌至 112.42 亿美元，与 1929 年 9 月相比下降了 30%，但是发行量增加到 214 个。通过选择 1929 年高位和 1932 年低位时期的价格，我们就能够分析盈利的预期范围。

如表 5—7 所示，通货紧缩严重影响主权信用的价格。当初政府试图继续维持金本位制，并偿还美元债务。但是外国政府反对在国内实行通货紧缩政策，因为这将导致失业率上升和金融系统的崩溃。1932 年尽管美国仍然实行金本位制，但是其他很多国家被迫开始贬值，这些国家包括玻利维亚、保加利亚、加拿大、捷克斯洛伐克、丹麦、埃及、爱沙尼亚、芬兰、德国、希腊、匈牙利、印度、日本、墨西哥、新西兰、尼加拉瓜、挪威、葡萄牙、萨尔瓦多、瑞典、英国、委内瑞拉和南斯拉夫。

表 5—7　纽约证交所外国政府债券——1929 年 9 月 3 日和 1932 年波谷时的价格

	1929 年 9 月 3 日	1932 年波谷
澳大利亚五年期外部债券	94 3/8	46 1/2
澳大利亚四年半期债券	85 1/2	41
玻利维亚七年期外部债券	84 1/2	2
波尔多六年期债券	100	98 1/4
巴西六年半期债券	88 1/8	14
布里斯班城市五年期债券	90	32
加拿大四年半期债券	97 1/4	86
加拿大五年期债券	101 1/8	87
哥伦比亚六年期债券	77 7/8	13 1/2
丹麦六年期外部债券	103 1/4	47 1/8
芬兰六年半期外部债券	85	40
法国七年期外部债券	109	109
德国七年期外部债券	105 1/4	41 1/4
意大利七年期外部债券	95 3/8	82 1/2
日本六年半期外部债券	100	52 1/2
米兰六年半期债券	84 1/2	57 1/8
新南威尔士债券	92	30 1/2

全国最低交易手续费开户……股指期货开户……
……QQ……4582.8088……http……www……net

续前表

	1929 年 9 月 3 日	1932 年谷底
挪威五年期债券	94 1/8	63 1/4
纽伦堡城市债券	83	15
波兰五年期外部债券	94 3/8	43 1/2
罗马六年半期债券	86 1/2	62
圣保罗六年期债券	93 1/8	7
瑞典[illegible]年半期外部债券	103 1/4	75
东京五年半期外部债券	84 1/2	36
荷兰[illegible]年半期债券	102	96
国货债券	91	40

来源：《华尔街日报》

所以这些国家进行货币贬值的能力以及偿还美元债务的能力都严重下降了。在此期间表现最好的主权信用是法兰西共和国国债：1928 年法国加入金本位制，法国法郎的价值被低估，法国的金本位制一直延续到 1936 年。但是终止金本位制并不会直接导致主权信用价格的崩溃。1932 年英国和加拿大放弃了金本位制，它们开始实行合理的货币政策，这就使得债券的交易价格高于意大利债券的交易价格。直到 1936 年意大利才放弃了金本位制。

第6章 1932年夏季熊市见底：收于41.22点

最近我访问了白宫，我发现官员们也抱有同样的希望，所以我认为我们要做的就是团结在总统周围，并为迈向下一个繁荣时代而努力。

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

1932年股票投资领域相当混乱。但是在我们讨论具体策略之前，需要以战略性的眼光考量股市里的长期投资者。

与20世纪其他主要熊市见底相比，1932年有很多明显不同的地方。最重要的差别就是证券价值从高估到低估的速度。

我们已经发现，1921年股票非常便宜，这主要是因为证券价格变化无常，而经济和公司收益却在增长。在1919至1921年熊市之前，道琼斯工业平均指数一度冲上119.6点。由于在过去的20年里美国经济持续繁荣，道琼斯工业平均指数并不比1909年11月的100.5点或1906年1月的102.7点高多少。但是1929至1932年熊市来临前夕的1929年9月3日道指已经冲到381.2点，与1921年的低位相比足足上涨了300%。证券价值不会缓慢地恢复，但是股市崩盘会在3年之内将证券价值从高估变为低估。

在20多年的时间里，我们持续跟踪美国经济的发展轨迹：1921年道琼斯工业平均指数的波动极小。当证券价格变化无常时，这种对照非常有用，因为它能展示美国经济发展所掀起的高潮。在证券市场牛市期间，1929年的情形完全不同，而道指也比1919年11月牛市时期高出220%。由于证券价格出现较大幅度的上扬，那么1929至1932年期间股市就不会出现价格低估的情况。20世纪20年代证券价值从低位开始一路走高。接着20世纪20年代和30年代早期证券价值从高估变为低估。价值的大幅震荡与其他熊市价值的缓慢下跌形成鲜明的对比。虽然投资者对1929至1932年的熊市有着很

www.7help.net

大的心理阴影。我们仍然宣称这就是所有熊市的模式。但是对股市的投资者而言，这个熊市实际价值的变动确实是一个例外情况。

20世纪20年代证券出现牛市的关键原因是，最终证券投资者完全支持美国经济的增长。表6—1中的数据展示了从1921年熊市结束到1929年牛市结束之间经济发展的速度。

表6—1　　1920年至1929年度美国经济的变化

	1920	1929
人口（百万）	107	122
年均移民人数	430 001	279 678
期望寿命（年）	54.1	57.1
医师数量	114 977	152 503
平均小时工资（制造业）	56c	57c
劳工联盟会员数	5 034 000	3 625 000
批发价格指数	154.4	95.3
名义GDP（十亿美元）	87	104
实际GDP（十亿美元，以2000年币值计算）	607	865
入学人数（千）	23 277	27 810
农场数量（千）	6 518	[illegible]
农场牲畜量（千）	66 640	58 877
矿产品美元价值（百万）	6 084	4 908
矿产品物理容量指数	51	73
原油开采量（千桶）	442 929	1 007 323
新建筑许可价值（指数）	88	187
居民住宅量（千）	247	509
卷烟产量（百万）	48 091	122 822
钢锭和钢模总量（千长吨）	42 132	56 433
铁路运营里程	406 580	429 054
汽车登记数量（千）	9 239	26 704
电话数量（千）	13 329	20 068
大型水电站发电量（百万千瓦）	56 559	116 747
出口（百万美元）	8 664	5 441
进口（百万美元）	5 784	4 755

全国最低交易手续费完全免费开户 …… 交易费用低 www.iheip.net
…… 956218088 ……

续前表

	1920	1929
货物和服务价值（百万美元）	3 523	1 148
人均实际私营国内产品量（1929 = 100）	78	100
银行总资产（百万美元）	53 094	72 315
总存款和现金（百万美元）	39 555	54 790
纽约证交所股票交易量（百万股）	227	1 215
人寿保险（百万美元）	40 540	102 086
联邦政府开支（百万美元）	6 403	3 298
联邦政[illegible]	[illegible]	[illegible]
现役军队数量	343 302	255 031

来源：美国统计局

GDP 的数字帮助我们了解了 20 世纪 20 年代通货紧缩的重要趋势。实际 GDP 增长 43%，名义 GDP 增长 20%。通货紧缩主要发生于 1921 年商品价格大幅下跌的时候，但是 1929 年 GDP 缩减指数稍低于 1921 年底的水平。如表 6—1 所示，在 20 年间经济增长较高，但是农业部门除外。但是表 6—1 里的经济指标的增长速度能够与股市相媲美。与前 20 年相比有着明显的区别，因为以前经济繁荣并没有导致较高的证券价格。那么如何才能解释宏观经济增长和证券价格关系的突然转变呢？公司收益的增长幅度是否超过经济增长的幅度？能否解释从 1921 年 8 月至 1929 年 9 月道指上涨 500% 的原因呢？较高的证券价值对投资者能否获得较高的收益又有多大的影响？

当时有关收益增长的最佳数据是由考列斯基金会提供的。为了量化 20 世纪 20 年代利润的增长率，所选择的起始时间对结果有着很大的影响，因为 1921 年利润大幅下滑。表 6—2 提供了 1916 年至 1929 年的收益数据，从中能够看出收益的具体变动。

表 6—2　　标准普尔综合股价指数收益（指数，1929 = 100）

1916	95
1917	80
1918	62
1919	58

续表

1920	50
1921	18
1922	43
923	61
1924	58
925	78
1926	77
1927	69
1928	88
1929	100

来源：罗伯特·席勒《市场波动》

这些数据表明，很难评估20世纪20年代上市公司的利润增长率。我们并不能比较1916年或1921年与1929年的水平，因为1916年战争带来了巨大的利润，而1921年通货紧缩盛行。为了解决这个问题，我们使用周期性调整后的收益作为评估上市公司盈利能力的最佳参数。罗伯特·席勒教授在他的著作《非理性繁荣》（*Irrational Exuberance*）中推荐使用周期性变动调整计算十年期移动平均收益。但是使用这个方法计算正常收益也很复杂，因为从1915至1917年获得了很高的利润。这些战争利润甚至抬高了1921年十年期平均数据，1921年至1929年竞购周期性变动调整的收益增长了11%。如果需要预测利润增长率，那么更为简单的一种方法就是观察1922年和1923年经济逐渐恢复至1929年市场达到鼎盛期这段时期内收益的增长。在使用这种方法并参考表6—2的数字后，我们有理由相信在20世纪20年代大牛市期间上市公司利润翻了一番。1920年至1929年报表收益的增长率高于经济增长率，这与1871年至1921年形成鲜明的对比，因为那时的报表收益率低于经济增长率。总体而言1920年至1929年经济规模扩大了43%，而收益则翻了一番。但是在先前股票走高的基础上，股市又上涨了220%，几乎是1921年8月股市见底时的5倍。20世纪20年代证券迎来新纪元。报表收益增长率最终超过经济增长率，而且证券价值也有所上升。最后一些证据表明股东将会直接参与美国经济的发展，这足以说明证券具有较高的价值。

投资者更多地支持是经济发展这一事实推高了证券价值。在本书中我们通过使用周期性调整利润收益率和q比例评估证券价值。如图6—1所

示，通过10年移动平均收益数据进行周期性调整，标准普尔综合指数利润收益率从1921年8月的7.4倍创纪录地上升到1929年9月的31.6倍。1881年1月至1929年9月经过周期性调整的平均利润收益率只有15.3倍，而先前的最高纪录是1901年6月的26.5倍。（见图6—1）

显然1929年证券价值的内在因素暗示，收益增长面临新的发展机遇。q比例表明1929年价值也出现过类似的峰值。我们仅仅能够找到年末的数据，由于截至1929年12月31日股市严重下挫，所以计算比例时并未使用9月的峰值。但是即便使用年末数据，q比例仍然分别比1905年的峰值和1900至1929年的平均值高20%和80%。

在1929年至1932年熊市来临前夕，证券非常昂贵，这与1919年的情形形成鲜明的对比。

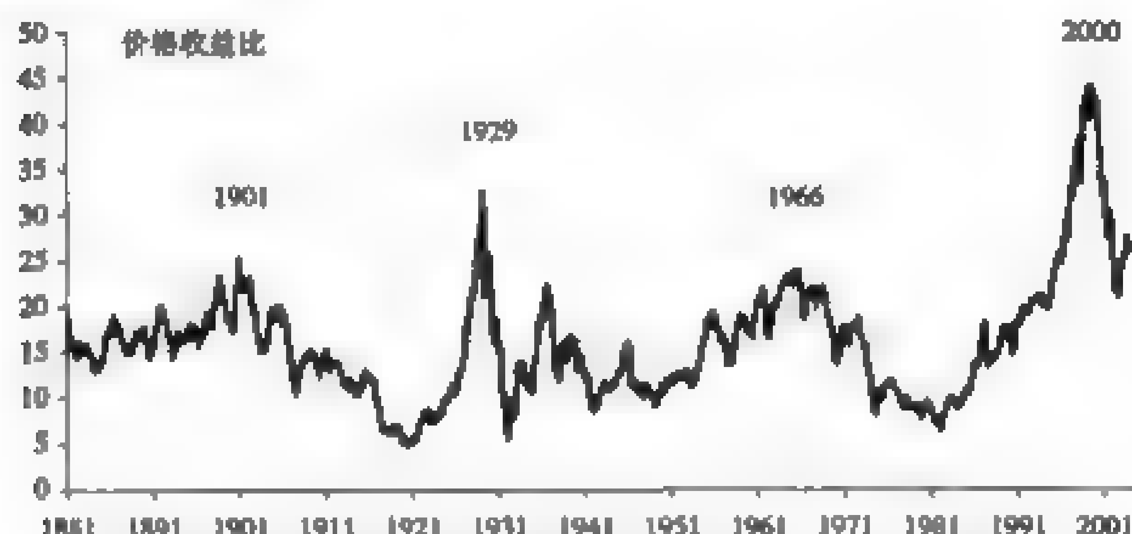


图6—1　标准普尔综合利润收益率（经周期性调整后的收益）

来源：www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm

全国最低交易手续费免费办理国内正规期货公司开户 零佣金 不限金额 期货交易单向收费 请交易所标准收费
…… www.7help.net

当1919年11月市场饱和时，在1919至1921年熊市来临之前，经周期性调整的利润收益率只有10.6倍，比1881年至1919年的平均值还要低33%。我们将在第3部分和第4部分看到，与从价值高估到低估的快速变化相比，1919年至1921年价值下跌的模式——起初缓慢下降、最后急剧下降——相对正常。人们普遍认为1929年至1932年是典型的熊市，价格的迅速下跌导致股市迅速被低估，从而致使人们普遍认为价格大幅下跌后必然导致证券价值的下降。1921年、1949年和1982年的事实并非如此。1921年的熊市更为典型，价值从高估到低估整整经历了20多年的时间。在熊市当中，价格持续下跌3年就能导致价值高估的证券很便宜。这仅仅是一个特例，并不是放之四海皆准的规则。

1929年9月至1932年7月价值下降仅仅是一个方面。1929年至1932年的熊市导致道指下降89%，收益的降低是一个重要的原因。1929年9月至1932年7月标准普尔综合指数收益下跌了68%。价值和收益的双重下降导致1932年7月8日道指降低至41.2点，仅仅比1896年5月26日的40.9点高一点。1932年7月标准普尔综合指数实际报表收益低于1873年10月的水平，而名义收益则下降到1880年12月的水平。

收益下降的幅度超过经济行为减少的幅度。名义GDP返回到1917年的水平，实际GDP返回到1922年的水平，从1929年开始名义GDP和实际GDP分别下降了43%和26%。1929年至1932年熊市的主要特征是，市场从历史最高位直线下降，而且收益的下降幅度明显超过经济的衰退速度。对于1932夏季股市的投资者而言，最重要的问题是股市的交易价值是否低于"公允价值"。

1932年夏季上市公司收益跌回到1880年的水平，所以无法评估价格收益比。争论点是普通收益的合适标准，但是1932年已经很难评估这个标准了。有些投资者认为罗斯福政府执行的左翼政策导致公司利润出现结构性的下降。在富兰克林·罗斯福被题名为民主党总统候选人之前，1932年5月他公开发表声明，认为在不久的将来资本家必然会对收益与劳动力的比例感到满意。也许过去的利润水平无法帮助预测未来的利润水平。难道市场收益下降68%预示着微薄利润时代的到来?

人们对基本收益率感到很困惑，这就导致1932年7月熊市见底时不同的价值参数之间出现较大的差异。

1932年7月报表收益跌回1880年的水平，利润收益率只有10.2倍，与1871年至1932年的平均水平相比还要低26%。

但是一年之后市场的利润收益攀升到26.3倍，只有1894年12月和1998年3月以后的利润收益率高于这个数值。这是年度市场利润收益率震荡最激烈的时段。1932年7月市场见底后指数逐渐上升，但是收益却下降了13%。

1933年利润收益率的大幅变动意味着证券价格较为昂贵——但事实并非如此，它们很便宜。1932年7月利润收益率为10.2倍，但是不能依此认为证券价格较为昂贵，因为早在1881年市场就达到这个水平了。只有彻头彻尾的共和党分子才会相信"新政"大幅削弱了美国公司的盈利能力。1933年利润收益率逐渐成为误导性的参数，它已经接近历史最高纪录，但是证券牛市还有很长一段路要走。就报表收益而言，1932年7月利润收益率表明，与较长时期内的平均利润收益率相比，证券的价值被低估了26%。对于很多经过调整的收益而言，它们的交易价值甚至低于公允价值。

如果使用10年移动平均收益计算，那么1932年7月利润收益率比1881年至1932年平均数值低70%。q比例也表明证券很便宜。1932年7月市场见底时，q比例可能下跌至0.3倍以下。1921年8月证券的交易价值等于资产重置成本的30%。

对于1932年夏季被套牢的投资者来说，好消息是除非罗斯福考虑摧毁美国的资本主义，否则证券不会那么便宜；坏消息是如果使用经过周期性调整的利润收益率作为衡量价值的参数，那么从1931年中开始证券价值就低于长期平均价值。因此道指重挫70%。

由于受到票面价值的限制，所以股票也大幅下滑。1932年5月18日《华尔街日报》提供了价格与账面价值以及流动资产价值的比例，覆盖了30种道琼斯工业平均指数股票中的21种，并与1921年的低价进行比较。

表6—3中的数字表明，21种工业股票的价格—账面价值比例为0.66，1921年见底时这个比例是0.82。当然5月18日市场并未见底，在见底之前道指又下跌了22%，与此同时工业市场价格—账面价值的比例也跌至0.52。

表6—3　道琼斯工业平均指数主要股票——价格与账面价值以及价格与流动资产的比例

	与账面价值相比下降%		与流动资产相比下降%	
	1932	1921	1932	1921
联合化学	56	61	114	425
美国罐头公司	61	12	—	—
美国炼制公司	15	22	—	—

续前表

	与账面价值相比下降%		与流动资产相比下降%	
	1932	1921	1932	1921
伯利钢铁	9	16	—	—
伊士曼柯达	67	144	158	151
通用电气	100	73	252	130
通用汽车	60	81	512	—
固特异轮胎	33	108	—	—
万国收割机公司	26	41	47	69
肯尼铜业公司	46	37	—	804
利吉特迈尔斯公司	123	242	138	922
麦克公司	19	165	34	708
西[illegible]司	39	75	80	140
加州标准石油公司	39	115	273	728
新泽西标准石油公司	41	71	508	238
德州仪器	256	77	263	203
德州海湾硫磺公司	126	124	269	206
联碳公司	68	82	275	241
联合钢铁公司	13	28	—	
西屋电气公司	25	51	58	122
[illegible]	51	84	507	583

来源：《华尔街日报》1932年5月19日。注释：在扣除无形资产价值和流动证券票面价值后就会得到账面价值。1932年和1921年这21种股票的价格通过占账面价值的比例体现出来。

如果投资者认为1921年0.82的利润收益率使得价格与账面价值比例在1932年跌至谷底，那么他们就会亲眼目睹证券价格继续下跌了27%。

投资者对价值组成部分的判断发生变化，这主要是因为人们对权重股的价值持怀疑态度。

在牛市如日中天的时候，缺乏足够的公司信息使得公司证券含有"神秘"的价值。经济的长期低迷已经帮助消除了证券的神秘价值，还原了证券的本来面目。

1929年夏末投资者仍然关注神秘价值，但是1932年夏季他们要求硬资产打折50%。

全区最低交易手续开免费 理国内 而会品股指原由期货开户 零佣金 不限资金外汇交易量点接申请交易所手续费 任何时候请勿让我们做 10倍转佳在你 索取QQ 微信 458218088 期货开户孔在指上转账等 http www the p.net

正面消息与熊市

"我知道了，好的。我告诉你，我知道情况正在朝好的方向发展。这绝不是猜测。"

"给胡佛发送电报，让他保守秘密。"斯塔兹说。

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

1932 年夏季人们对金融系统和股票市场的信心丧失殆尽。在周游世界并返回美国后，查理·卓别林对媒体说："我是一个著名的喜剧演员，但是当我看到世界金融形势之后，我发现我也能够成为经济学家，就像金融学家可以成为喜剧演员一样。"但场下并没有多少笑声。

1932 年 5 月 12 日《华尔街日报》的一个新闻标题"Inspiration Shuts Down"，似乎是在描述当时的总体气氛。但新闻的内容是 Inspiration 铜业公司关闭了位于亚利桑那州的一个铜矿，并不是描述美国的萧条局面。尽管需要很长时间，但是仍有投资者等待经济的周期性复苏。1854 年以来从经济萧条到经济繁荣仅仅需要 20 个月。截至 1932 年 7 月美国经济已经连续 35 周下降了。1921 年证券市场见底与经济见底的时间高度吻合——国家经济研究署也认为见底的时间是 1921 年 7 月。但是 1932 年的情形完全不同。国家经济研究署认为经济衰退见底的时间是 1933 年 3 月。很显然 9 个月之前证券市场就已经见底了。

1932 年夏季经济出现了反弹迹象，但是第三次银行危机彻底打破经济复苏的进程，其后 11 月罗斯福当选美国总统。与第三次银行危机有关的经济紧缩导致经济行为的活跃程度甚至低于 1931 年夏季。即将上任的美联储主席亚瑟·伯恩斯（Arthur Burns）在与韦斯利·米歇尔（Wesley Mitchell）合著书中认为 1932 年夏季和 1933 年 3 月经济"两次见底"。

股票市场引领经济复苏，但是我们能够确定市场见底的时间与经济第一次见底的时间重合。

对于 1932 年夏季被套牢的投资者而言，需要记住的是他们看到的仅仅是虚幻的希望。1932 年 11 月经济复苏的动力最终衰竭，1933 年 3 月的经济指标甚至低于 1932 年 6 月。但是第三次银行危机并没有使道指回到 1932 年 7 月的低位水平。图 6—2 显示，1932 年 7 月 8 日至 1932 年 9

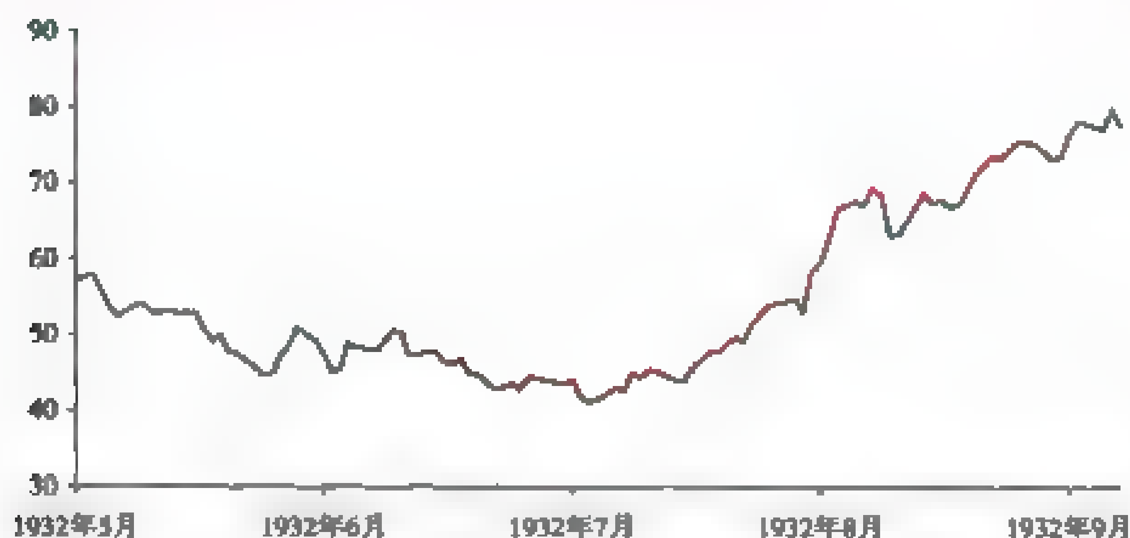


图6—2　1932 年 5 月至 9 月道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

月 7 日道指上涨了 94%，尽管 2 月 27 日的指数是 1933 年最低的，但是仍比 1932 年 7 月 8 日熊市见底时高 22%。对于证券市场是引领经济复苏还是与经济复苏同步，人们仍存在争议，但是人们对市场的信心显然高于 1932 年 7 月。

在本书第一部分，我们从很多地方都听到了好消息，因为股市已经触底，但是投资者似乎关注负面新闻。1932 年的情形就完全不同了。截至 7 月股票市场已经下跌 89%，金融市场已经爆发过两次银行危机，批发价格指数下跌 40%，工业产量下降了 50%。银行瞬间破产及其后续影响超出多数投资者的预期。1907 年大熊市和尼克伯克信托公司（Knickerbocker Trust Company）的破产都没有使投资者这么惊慌失措。（1907 年 10 月 21 日国家商业银行拒绝清付尼克伯克信托公司的票款，并对纽约信托公司产生深远影响。）截至 1932 年 7 月熊市和经济紧缩已经持续 34 个月，所以市场上到处都是悲观情绪，这也就不足为奇了。1921 年报刊充斥着大量的正面新闻，而到了 1932 年正面新闻屈指可数。

但是需要强调的是，即使是在美国资本主义最为黑暗的时刻，并非所有新闻都是负面的，也并非每个评论家都看跌股市。

本书主要关注熊市发生时前后两个月，这样就能全面掌握同时期市场的韵律。普通大众认为市场见底时不会出现任何正面新闻。如果这种论断是正确的，那么至少投资者是这么认为的，因为他们正在与大萧条进行抗争。但是 1932 年夏《华尔街日报》还是有不少正面的经济新闻的：

www.ihelp.net

5 月 9 日： 四月新乘用车的销量大增，甚至超过以前一个季度的销量。7 个州的报告表明 3 月汽车的销量增加了 60%。在过去的 7 年时间里，3 月到 4 月的平均销售增长率为 30.5%。

5 月 10 日： 在经过长达 4 年的停工期后，福特汽车公司诺福克工厂于周六首次开始生产。

5 月 16 日： 与 3 月相比，4 月落基山脉以东的 37 个州的建造合同金额增长 8%；而 1931 年同期却下降了 9%。4 月公共工程的开工量比 3 月增长 93%。

5 月 16 日： 不少美国民众拥有购车的实力，但是他们尚未出手购车，现在他们开始进入汽车市场。

5 月 16 日： 新罕布什尔州很多地方的工业都出现了逐渐复苏的迹象。

5 月 17 日： 4 月美国 568 个城镇所办的建筑许可证的数量比 3 月增加了 19.7%。这与人们预期的每季度下降 3.3% 形成鲜明的对比。但是 1932 年 4 月的数量仍然比 1931 年 4 月低 30%。

5 月 21 日： 在 16 个主要的工业组织里，有 8 个组织增加了工作岗位。

5 月 22 日： 福特公司的产量稳步上升，这将对接下来的几个季度产生深远的影响。

5 月 24 日： 纽约资本家威廉·古根汉姆（William Guggenheim）在宾夕法尼亚大学校友会上发表演说，认为“在整个工业萧条和不景气的背景下，已经出现了一缕象征希望的光芒。现在经济调整的进程即将结束。”

5 月 24 日： 斯图兹汽车公司（Stutz Motor Car Co.）接到了很多新的订单，而且立刻开始实行一周六天工作制。

5 月 25 日： 存货数量大量减少，很多重要商品的货架上都没有任何存货了。

5 月 30 日： 圣保罗公司总裁 H. A. 斯堪德里特（Scandrett）说道路两旁的农田从未如此丰产，如果继续生长下去，那么就会出现粮食交通运动了。

6 月 11 日： 雪佛兰汽车销售曲线逐渐上升。

6 月 13 日： 底特律——整体商业环境说明汽车销售量将持续上扬。

6 月 15 日： 在匹兹堡举行的美国国家干货零售协会年会上，来自波士顿的协会总裁 P. A. 奥康内尔（O'Connell）认为消费品供应相当紧缺，这就说明价格可能上涨，商业可能复苏。

6 月 17 日： 托莱多一家大型硬件批发公司总裁宣布最近当地商铺的需求明显上升，因为他们需要增加存货。他宣称在经济严重萧条之后所在行业恢复的速度明显快于其他行业。他认为这是相当重要的转折点。

6 月 18 日： 第一季度履带拖拉机公司几乎没有任何盈利，但是到了 4 月情况有所好转，5 月的净利润达到 73 826 美元，相当于每股 4 美分。

6 月 20 日： 与 4 月相比，5 月就业率下降 3.2%，工资开支下降 3.9%。在 16 个雇佣部门里，有 10 个部门的就业率和收益双双下降。汽车工业的就业率增加 1.5%，工资开支增加了 13.5%。

6 月 21 日： 费舍尔商品价格指数跌至新低，但是国家化肥协会公布的批

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品期货开户 零佣金 不限资金额度 交易所保证金按申请交易所标准收 任何地方都可以办理 我们的专业的服务 咨询QQ:1... 95621... 期货开户...www...

发价格指数从59.6上升到60，这是两个月内的首次上涨。在最后几个月内，很多商品的价格大幅上涨。价格上涨的商品包括：棉花、粗麻布、猪油、面粉、糖、玉米、小麦、牛肉、猪肉、锡和汽油。

6月25日： 现在芝加哥地区的季节商品的批发和零售数量都呈现上升的趋势。

7月3日： 根据欧文·费舍尔（Irving Fisher）每周所编制的美国批发商品指数，商品价格已经连续两个星期保持上涨的态势。7月1日所在的星期，指数从0.1上涨到59.6，而6月17日的指数为59.3。从3月底开始指数持续下跌，而现在的情况说明至少下跌态势得到一定程度的遏制。

7月6日： 在"Eugenie"款式的帽子短期流行之后，丹伯里的帽子工业进入休眠期。而今天整个工业突然苏醒过来，最大的两个工厂开始全面生产。

7月6日： 在花费6周时间游览全国之后，托马斯·爱迪生的儿子、同时也是爱迪生公司总裁的查尔斯·爱迪生相信商业萧条已经触底。

7月7日： 国家化肥协会批发价格指数已经连续3个星期保持上涨态势。

7月7日： 自5月以来马萨诸塞州奇科皮市Asinof & Sons羊毛制衣公司已经关闭工厂。但是现在它宣布本周全面恢复生产，并提供750个工作岗位。

7月8日： 糖的价格创下新高。

7月8日： 道琼斯工业平均指数触底。

7月9日： 大国所达成的洛桑赔款协议对世界商品市场产生影响，海外商品市场开始活跃起来，在猪肉和糖的带领下几种商品的价格大涨，并创下价格上涨的新纪录。

7月11日： 美国银行协会的报告显示，实施止付的银行数量从上周的41家下降到本周的24家。

7月14日： 交通部副部长亨利·拜尔思（Henry Beyers）认为芝加哥和西北铁路区域的粮食作物生长状况良好，势必打破丰产丰收的纪录，而且粮食价格肯定会大幅上扬。

7月14日： 在过去的10天内皮革的价格上涨了35%，这对于美国皮革公司而言无疑是雪上加霜。

7月16日： 胡佛总统主动降薪20%，同时削减15%的内阁成员。

7月21日： 中西部地区每桶水泥的价格从40美分上涨到50美分，这是1929年以来价格的首次上涨。5月价格大幅下跌，价格跌至15年来的最低点。

7月21日： 尽管无线电公司一直处于沉默的状态，但是很多商家仍然惊叹于它们的销售量。

7月22日： 福尔斯特公司（Fuerst Co.）的巴内特（Barnet）认为："随着商品和债券价格愈发坚挺，20世纪开始的经济危机接近尾声。现在这种迹象已经非常明显。"

7月26日： 一份调查显示，超过15 000名新英格兰人返回原来的岗位或者找到新工作，因为在过去的几周内商业重新繁荣起来。

8月1日： 汽车制造商首次向全国派遣销售代表，他们发现当地的商业已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品期货开户 零佣金 不限资金 现手交易 单向按申请交易所手续费
再减少 加可获得10倍期货报价 咨询QQ 956213088 期货开户书籍下载 http://www.ihelp.net

经开始复苏，公众的乐观情绪溢于言表。

8月1日：自从大萧条开始之后，钢铁价格从未如此稳定。

8月1日：如果现在贸然对未来做出积极的判断，那么就会叫人难堪。现在下结论还为时过早。因为与现在明确的迹象相比，它们没有多少实用性，而且无法表明经济正在逐渐康复。

8月2日：交通运输过剩的主要代表就是二手汽车汽车存量，而现在富余的交通运输正在被快速消耗。6月美国二手汽车存量下降10%，在7月的头20天内又下降了16%。

8月2日：7月威利斯奥佛兰公司的实际产能比原计划多出20%，因为市场对新系列汽车的需求上升。与去年7月上旬相比较，产量增加了23%。

8月3日：商务部所公布的当前商业调查报告认为，尽管6月和7月初商业行为持续走低，但是最近几个建设工程使得人们的情绪高涨。

8月3日：达拉斯联邦储备银行月度报告所示，在过去的几个月内普通贸易和商业已经出现了积极的因素。

8月3日：货架空空如也，制造商、中间商和零售商认为贸易状况的改善将导致替代产业的市场需求猛增，很多产业都无法满足这种需求。

8月3日：截至8月1日布瑞斯特商品批发价格指数已经连续两个月保持高位运行。它增长了1.0%。布瑞斯特发现非常敏感的原材料价格首先复苏，接着扩散到其他产品，影响半成品和产成品。这似乎就是当前商品价格的演变途径。

8月6日：新任美国商务部长罗伊·切宾（Roy D. Chapin）认为经济低迷仍在继续，现在人们工作之后就能够释放购买力。

8月8日：工业中心需要改善工业低迷的形象，来自工业中心的新闻报道也充满了很高的希望。

8月8日：伦敦经济学家认为美国已经渡过危机，因为它已经发现信贷扩张政策非常有效，公众的信心也逐渐恢复。

8月9日：芝加哥——企业、衔坊和干货商店的经营者一致认为他们的公司出现积极的改善。大型公司产品的价格开始上涨。

8月13日：圣路易斯——在过去的几天里干货订单明显增长，单位容量超过当年其他所有订单。与去年同期相比销量也有了较大的增长。

8月15日：汽车行业首先感受到行业情绪高涨所产生的效应。零售商品的销售重新活跃起来，人们的购买意愿也更加强烈。人们开始对豪华汽车产生兴趣，销售量也开始提升。

8月17日：杂货生产商协会主席保罗·威利斯认为美国杂货行业的前景非常光明，因为他发现公众开始关注商品质量而非低廉的成本。

8月19日：威斯汀电气公司总裁梅里克（F. A. Merrich）说："经济幅度的自然力量开始发挥作用，它的作用越来越明显，对此我深感欣慰。商品价格和股票价格的上涨以及小型企业的恢复速度势必超过整个商业的恢复速度。"

8月19日："更多的购买行为说明所有行业的情绪正在逐渐恢复。与过去的6个月相比，现在的前景更加光明，有些行业的表现是两年内最好的。"［Dun's Review］

8月19日：批发价格已经连续上涨超过2个月，但是零售价格的发展相对滞后；如果批发价格能够保持稳定，那么生活必需品的价格也将上涨。

8月20日："在过去的两周内经济反弹的迹象已经越来越明显了。在过去的18个月里我们避免进行任何预测。现在我们发现有足够的理由让我们保持乐观的态度。"［Dodge Bro公司销售总监范德纪（A. Vandersee）］

8月22日：《钢铁交易周报》（*The Weely Steel Trade*）的评论鼓舞人心。尽管钢铁产能仅仅增加了1%，但是对钢铁尤其是轻钢的需求已经出现增长的迹象。

8月22日：在芝加哥人们的信心和行业情绪的提升有效改善了经济行为，很多行业都出现这样的迹象。

8月22日：底特律几家制造商的报告表明整个行业正在逐渐恢复。

8月22日：7月美国劳工部发表声明，承认在今年首次看到工业复苏和扩张的迹象。

8月23日：最近商品价格的上涨触动了很多零售商，他们纷纷增加并更新存货。

8月29日：库伯电气公司副总裁威廉·海恩斯（W. L. Hinds）说："繁荣时代即将来临的一个事实就是，新英格兰地区首次出现繁荣景象。由于新英格兰地区是典型的工业中心，所以经常率先走出经济危机。"

8月29日：有些行业尤其是人造纤维和纺织行业出现了明显的转好迹象。

8月29日：整个工业形势逐渐好转，卡车尤其是轻型卡车的销量开始上升。卡车工业成为汽车工业内首个感觉到工业复苏气息的行业。由于经久耐用，所以它的需求首先上升。

8月30日：猪肉价格的上涨促使艾奥瓦州商业情绪逐渐高涨。截至昨天猪肉价格已经连续17次保持增长的态势。

9月2日：在收集到本地区的产品信息之后，芝加哥商会发现在过去的3周内产量增长了35%。

9月3日：金秋消费购物潮流开始涌现，这就说明人们对优质商品的需求开始上升，从而刺激了工业生产。很多工厂已经赋闲几个月，现在它们重新开始生产，希望接收到更多的采购订单，因为人们需要更换破损的生活必需品，而且市场游资也在寻找实际的购买机会。

9月5日：沃尔特·莱顿（Walter Layton）所编辑的《伦敦经济学家》看到了美国经济快速复苏的前景，因为通货膨胀得到有效控制，从而推动经济复苏的进程。

但是新闻报道并不能成为购买证券的理由。通过阅读以上新闻，投资

者必须重新考虑，在市场触底之前，是不是所有的新闻都是负面的。即使是在1932年最黑暗的时代——事情变得很糟糕，但是胡佛总统仍然抵制降低士兵薪金的要求，因为需要他们平息革命风暴——仍然能够找到大量的正面新闻。

与1921年类似，1932年投资者关注负面新闻，对正面新闻充耳不闻，这恰恰是熊市即将结束的显著特征。

1921年和1932年汽车产业成为行业复苏的领头羊，有关新英格兰地区经济复苏的新闻尤为鼓舞人心。在这两个年代，尽管其他商品价格呈现下跌趋势，但是人们对高质量高价商品的需求反而有所上升。但是两个年代最为震撼的相似点是，一旦商品市场价格趋于稳定，那么就会出现一连串的正面事件。新闻标题所反映出来的价格趋势清楚地说明，证券熊市即将终结。

稳定的价格与熊市

"比尔，快看那条漂亮的黑色丝袜。只要12美元。现在衣服简直太便宜了。"

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

无论是1921年还是1932年，稳定的价格与熊市见底保持高度的一致。与1921年类似，很多商品的价格都逐渐趋于稳定，最终批发价格指数也趋于稳定。

在第一部分我们讨论了金本位制下根据商业循环进程进行价格调整的重要性。在1921年和1932年美国是仍然实行金本位制的国家之一，而稳定的商品价格似乎也起到了关键的作用。不管其他货币实行浮动汇率对金本位制带来什么样的影响，在确定经济循环见底的时点时，稳定的商品价格仍然具有重要的作用。在1929年9月开始的大熊市中，当商品和批发价格指数出现上涨的势头时，证券市场已经趋于稳定并开始走高。

图6—3显示，1932年7月与1921年8月最大的区别是，1932年批发价格的增长并未持续下去。1932年11月经济增长开始陷入低迷，1933年3月经济活动甚至低于1932年7月的水平。批发价格也出现同样的趋势，唯一的区别就是价格明显低于1932年7月的低位水平。6月劳工部批发价格指数跌至1932年的最低点，尽管11月价格曾经有所上涨，但是到了1933

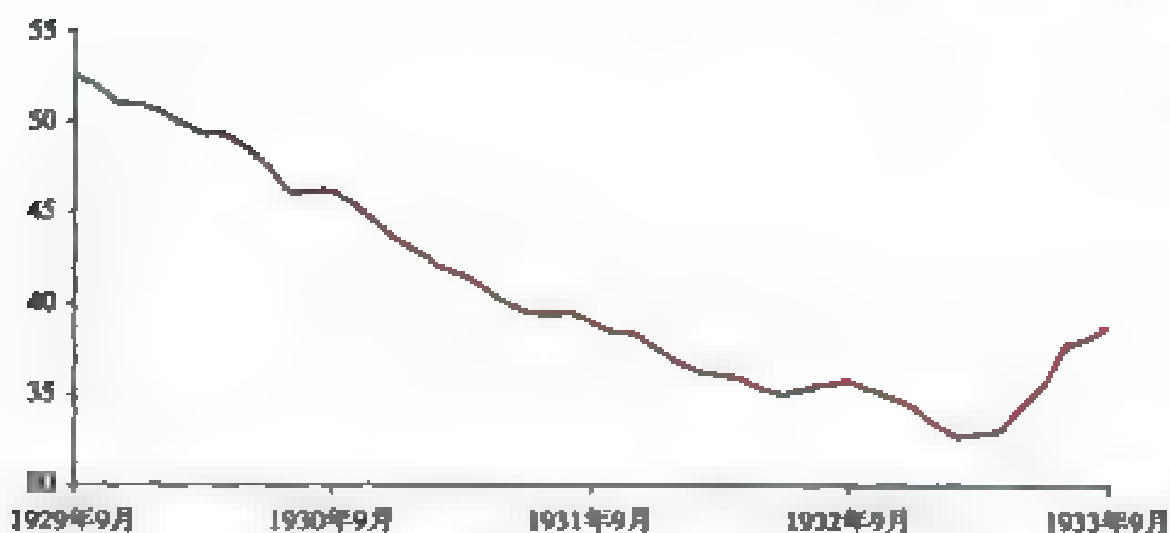


图6—3　1929年9月至1933年9月美国批发价格

年2月指数仍然比1932年6月低6.6%。但是尽管1933年价格较低，但是证券价格仍然比1932年7月高20%。1933年2月批发价格开始持续升高，这与一直持续到1937年的证券牛市价值高涨保持高度的一致。

1921年至1932年投资者吸取的教训是，越来越稳定的商品价格和批发价格说明股市见底后即将反弹。而在1921年价格持续保持稳定的征兆是生产商不愿意继续销售产品，而且全国的存货非常紧缺。正如《华尔街日报》摘文所示，1932年夏也出现了同样的情况。1932年5月15日《华尔街日报》列出了一系列影响因子，文章标题是《反通缩力量增强》，这就说明价格将保持稳定。这些因素包括：

- 联邦储备购买政府债券。
- 纽约资本回报率很低。
- 在不久的将来纽约可能下调再贴现率。
- 英格兰银行表示愿意合作。
- 英格兰银行成功地将利率从6%下调至2.5%。
- 自3月以来美国财政部已经积累了价值1 350万美금的黄金储备。
- 巴黎、瑞士和其他"中立"国家的闲置资本逐渐增多。
- 几十个国家已经暂停金本位制和货币的贬值。
- 印度加速黄金外流。

与1921年类似，人们很容易就能发现经济改善的迹象，但是却很难提前预知价格调整的幅度。1921年人们预测很多通货紧缩将导致价格重回战前的水平。但这种情况并未发生，在价格调整之前价格和证券市场就已经

全区最优惠手续费免费、理国内，西杂志股指原始账户开户，需保证，不限合约单边交易量直接申请交易所手续费
任何地方有固定联系我们在，10倍杠杆保证，联系QQ微信：4582.8088 期货开户或点击下载地址 http://www.the...net

见底了。同样，在1932年人们也很难预测价格调整的幅度。批发价格指数低于1921年的指数和1913年战前水平，并一路下跌到1907年的水平。在这种下降幅度的影响下，一些生产商必须面对更加严重的价格调整。1932年6月初宝洁降低象牙香皂的价格，使之重新回到1879年初次上市的价格水平。糖的价格也跌回至1895年的价位，铜、铅和锌的价格创下50年来的最低点。棉花市场的情况就更糟糕了，它的价格跌至1848年的水平。在这个环境下，观察价格稳定的主要征兆比预测商业开始恢复时的价格容易得多。

1932年夏通货紧缩即将结束的征兆就是证券市场即将上涨的一个证明。与往常一样，一些评论家比其他人有先见之明。7月8日约翰·洛克菲勒赚了好多钱，尽管股市已经见底，但是他在发表全国演讲时仍然持乐观态度。他说："此时很多人都灰心丧气。"

在我93年的生命历程中，我经历了很多经济萧条的局面。经济开始恢复繁荣，而且会再次繁荣起来。今天是我的生日，我渴望重申我坚持这个国家赖以存在的基本原则：自由、为公众利益默默奉献和相信上帝。

他鼓励美国人"谦虚地承认由于奢华、自私和冷漠所造成的错误，在对上帝、自己和人类的关怀下大踏步前进。为创建更美好的世界奋勇拼搏，贡献自己的一份力量"。洛克菲勒所积累的财产超过2 000亿美元，超过比尔·盖茨和沃伦·巴菲特的财产。毫无疑问当洛克菲勒提到"为公众利益默默奉献"是走出艰难时刻的关键准则时，美国人都被逗乐了。也许他们还记得1929年10月30日90岁高龄的洛克菲勒告诫人们的言辞。

我们相信国家的基本状况良好，萧条无法为股价的下跌提供担保。前些日子我和我的儿子购买了一些普通股。

流动性与熊市

如果他将钱放在家里，那么有可能被劫匪抢走；如果他存入银行，那么银行也许破产倒闭；如果他购买股票，那么市场也许崩溃。主啊，这个世界怎么变成这个样子啊。

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

全国最低交易手续费佣金率股票开户……www.7help.net

如果投资者希望寻找证券熊市的终点，那么他们往往在联邦储备委员会的行为和资产流动性中寻找蛛丝马迹。在第一部分，我们已经发现很难预测新弹性货币的流动情况。即便能够预测金本位制的运转方式，也仍然很难评估流动性的变化，而且1914年联邦储备系统的诞生使得预测流动性变得更加错综复杂。1918年至1920年联邦储备委员会支持政府军事财政的行为使得人们纷纷预测弹性货币的供应量，但实际上弹性货币的过剩程度远超人们的预期。不幸的是对于观察美联储行为的投资者而言，在1921年夏股市和经济双双见底后，弹性货币的紧缩状况仍然持续了很久。

1924年中投资者期待美联储信贷供应能够保持稳定，因为这预示着更强的流动性和更好的股票市场，而此时距离证券证券市场见底已经过去了3年。由于市场评论家无法预测美联储的行为及其对流动性的影响，所以1932年夏新闻媒体几乎没有对流动性的积极评论。在前面所列示的对美国经济前景的积极评论中，只有《伦敦经济学家》认为流动性的增强是一个重要的因素。在证券市场见底之前，也就是1932年4月美联储就开始增强金融系统的流动性，如果人们不将流动性视为股市的风向标，那么这就非常有趣了。

《华尔街日报》试图向读者解释美联储的新政策将与联邦储备购买政府债券和发行票据的措施紧密结合发挥作用。

债券票据将存放在银行里，然后重新返回储备银行，用于支付再贴现款或支持银行储备账户的信贷。这些信贷将作为储备基础，用于担保储备银行可能发生的借贷扩张或资产投资，因为借贷或投资的规模往往至少是储备基础的10倍。

所有这些听上去都很有道理，大概这就是为什么财政部长安德鲁·梅隆相信联邦储备系统是商业循环的解药的原因吧。但是如何预测美联储投放解药的时间呢？1932年初如果证券投资者依赖美联储的解药解决经济萧条的问题，那么他们就会失去绝大多数资本。其实在美联储内部对于通过购买政府债券或票据增加货币流通量这一问题存在长期争论。1929年10月末纽约联邦储备银行突然购买了1.6亿美元的政府债券，而美联储所规定的最高上限是2 500万美元。美联储强烈反对这种购买行为，人们普遍认为这种行为可能阻止必要的清算，并刺激投机行为。从1929年11月开始，纽约联邦储备银行继续游说希望增加弹性货币供应量，这一努力一直延续到1931年9月，此时英镑大幅贬值导致美元也有贬值的可能。本杰明·斯特朗长期担任纽约联邦储备银行行长这一职务，但是1928年他的离

……开户……QQ……956218088……www.…help.net

也直接削弱了纽约联邦储备银行的影响力。纽约联邦储备银行要求美联储提供解药，但是美联储对此充耳不闻。所以如果投资者希望寻找 1929 年至 1932 年流动性的变化，那么就要秘密参加此次辩论，最终他们会发现美联储总会获胜。

联邦储备系统的使命就是将国家从如今的金融紧急事件中解救出来。从 1914 年创立开始它表现得一直很活跃，但是现在它行动迟缓，所以就很难据此理解并预测 1929 年至 1932 年的发展状况。美联储继续保持对纽约联邦储备银行的优势，1931 年夏末之前联邦储备信贷都没有出现增长的态势。接着从 1931 年 8 月至 1931 年 10 月联邦储备银行持有的票据和证券总额从 9.3 亿美元上升到 20.62 亿美元。但是随着英镑的贬值，这个政策很快就暂停实施了。纽约联邦储备银行甚至都承认开放市场扩张政策必须中止，因为美国黄金开始大量外流。1932 年 1 月纽约联邦储备银行再次游说美联储进行公开市场购买债券。4 月美联储授权大批量购买证券，这主要是因为害怕国会采取法律措施，并不是认为纽约联邦储备银行的建议是正确的。后来更多的事实表明国会的角色促使美联储改变政策，因为 7 月 16 日国会休会之后，美联储中止扩大信贷。

表 6—4　　联邦储备票据和证券贴现额的波峰和波谷

1920 年 10 月波峰，33.58 亿美元	$3 358m
1924 年 7 月波谷，8.27 亿美元	$827m
1928 年 12 月波峰，17.66 亿美元	$1 766m
1931 年 7 月波谷，9.06 亿美元	$906m
1931 年 10 月波峰，20.62 亿美元	$2 062m
1932 年 3 月波谷，16.35 亿美元	$1 635m
1932 年 3 月至 1933 年 3 月顶点，24.07 亿美元	$2 407m

来源：联邦储备银行《银行货币统计数据》

表 6—4 说明 1931 年 7 月之前美联储在增强货币流动性方面无所作为。但是证券市场并未对 1931 年 8 月至 10 月流动货币的增加产生任何反应，因为公开市场购买证券几乎与美国国际地位恶化以及英国放弃金本位制同步进行。1932 年 4 月当美联储试图采取类似的政策时，投资者深表怀疑，因为整个秋季市场并未做出任何积极的回应。另外一个原因是美联储的措施仅仅是为了抵消黄金外流的影响。此外美联储采取措施时，正值芝加哥很多银行破产倒闭的时机，这就使得很多存款逃离银行系统。从 6 月 8 日

[illegible] www.ihelp.net

至7月6日流通领域现金增加了3 200万美元，因为公众继续从银行提取现金。也许国家对支票征收2美分的定额税使得公众持有更多的现金而不是存款。公开市场购买证券的新政策也许抵消了负面因素的影响，但是它从未取得成功。很明显这项政策受短期政治利益的驱使，商业银行家非常谨慎地使用新的资金。

很明显银行不太愿意自行支配联邦储备提供的过剩资金，除非他们对税收和预算有了更清晰的判断。

银行家纷纷为自己的不作为进行辩护。6月1日担保信托公司的一份报告做出解释，认为银行愿意向公司提供更多的商业贷款，扩大借贷规模，并预测一旦国内消费回暖，那么就会出现这种情况。

公众恢复正常的购买行为之后，银行才会扩大贷款数额。前者和后者构成恰当的因果关系。

这种推论也许是正确的。6月16日《华尔街日报》的报道说明甚至连典当行也对货币流动性很感兴趣。

纽约典当行声称业务量下降，因为在当前形势下人们不愿意负债，也不愿意看到自己的抵押商品贬值。很多资金都处于闲置状态。

截至1932年6月美国联邦储备银行储备的增长额等于第二次银行危机以后储备减少额的一半。商业银行金融状况的改善并没有对信贷增长产生多大的影响，而且市场很快就意识到这一点，因为"尽管美联储控制信贷的增长，但是显然通货紧缩仍将持续下去"。

这种快速评估信贷政策的方法被证明是正确的。几周之内信贷出现增长，这在市场上一石激起千层浪，但是如果考察月度数据，那么1933年4月之前贷款数额一直在下降。这种转换机制归于失败。然而，在经济萧条的局势下确实出现了积极的迹象，如商品价格开始上涨，经济开始恢复。

投资者很难将商品价格的上升与联邦储备购买公开市场证券联系起来，因为这些行动并未成功地促进信贷的增长。但是也许还有间接的作用。值得注意的是1932年7月公众持有的现金数量达到顶峰，在接下来的几个月里存款—现金比例的增长非常有限。银行系统开始对保持存款数量产生兴趣，因为美联储已着手提高货币的流动性。公众恐慌情绪的减弱可能促使商品价格趋于稳定，也可能促使经济在1932年夏逐渐恢复。无论事实是否如此，投资者所吸取的教训是：仅仅凭借美联储增强货币流动性的

举措判断市场是否见底的做法具有很大的内在危险性。人们可以推测，美联储的措施在稳定商品价格和刺激经济复苏的过程中起到了间接作用，但是没有证据表明通过促进信贷增长就能直接影响经济的进程。

如果投资者认为美联储通过间接方式促使消费者情绪稳定从而促使经济复苏，从而确认美联储新政策将发挥作用，那么他们将面临很大的风险，因为从1931年8月至10月类似的政策并未产生这样的效应。1931年8月美联储首次采用这种政策，如果此时贸然进入股市，那么投资者面对的是道指继续下跌69%。1932年4月美联储第二次在公开市场购买证券，也许此时冷静勇敢的投资者会选择继续待在股市里。但是从4月至7月投资者可能损失1/3的资本。如果投资者认为从1931年8月至1932年7月美联储公开市场运作意味着流动性的增强，那么他们将损失惨重。

在第一部分，我们分析广义货币增长和信贷增长，就是为了寻找熊市见底的风向标。1921年收获甚微，而1932年几乎绝收。1935年美国商业银行系统贷款总额见底，信贷重新恢复增长。分析广义货币供应量的增长也没有能够提供在1932年7月购买证券的理由。如果以名义GDP或实际GDP衡量，那么直到1933年第一季度末广义货币供应量才开始增长。

也许现在不是分析货币并找出所有答案的时机。现在使用货币的必要性都受到广泛的质疑，那么如何通过分析货币数据评估大众心理的转折期呢？南卡罗来纳州的状况表明公众已经彻底失去信心，那里的工人同意工厂主每月以衣服的形式支付一个星期的工资。而邻近地区的商人和农夫同意用衣服交换货物。在文明世界的各个角落，对黄金的渴望从未如此强烈。

如果我们判断支付溢价的方式——这意是以法郎支付！——那么就能够发现在巴黎25%的场外交易都是以双鹰美元（美国的旧币，面值为20美元）支付的，如果没有硬币，那么就用金条薄片支付。

在这种极端情况下，在寻找金融稳定证据的时候分析货币数据并不是最好的方法。

牛市与熊市

他反复思索为什么他的股票，现在跌至10美元，现在需要做出持有或抛售的决定。股票价值从2 000美元跌至800美元，也许这就是埃克·杜根

全国最低交易手续费……开户……
……QQ……4582.8088……http://www.……net

所说的震荡吧。下次这个家伙碰到斯塔兹·朗尼根时肯定发表同样的言论。

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

与 1921 年类似，1932 年出现了很多证券市场发展方向的前兆（见图 6—4）。投资者宣称价格回归稳定就是市场的拐点，这被证明是正确的。与 1921 年类似，借助流动性分析判断证券市场见底的时点将会碰到很多问题。但是在投资领域有很多评估证券市场的策略性而不是战略性的方法，而且 1921 年与 1932 年有很多类似的地方。

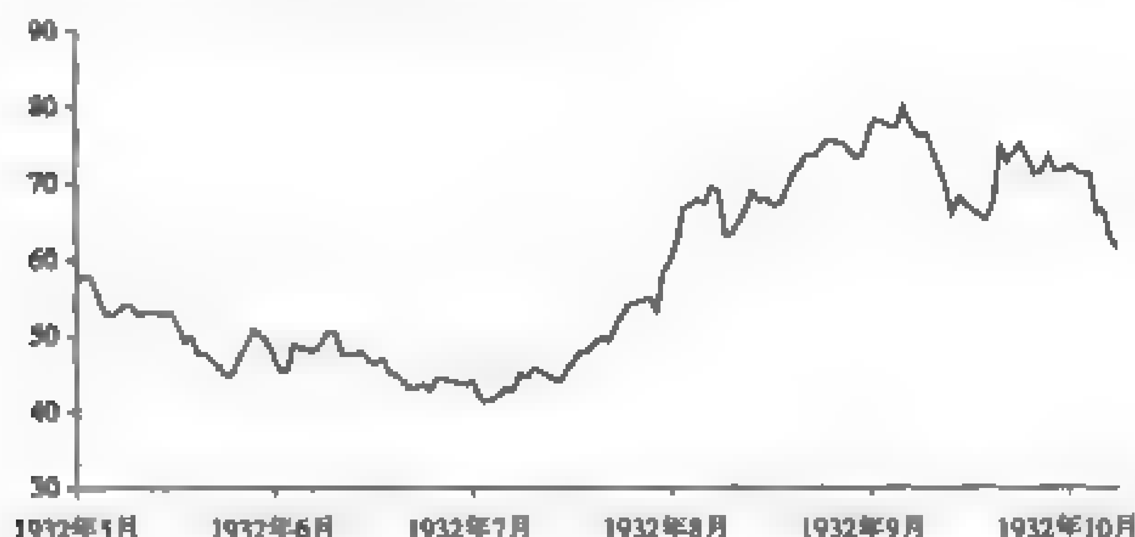


图 6—4　1932 年 5 月 8 日至 10 月 8 日道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

下面的简短文字摘自《华尔街日报》，它表明了 1932 年夏季投资者的看法。

5 月 9 日： 市场失去上涨的动力，主要是因为短线收益明显降低以及缺乏大幅进仓的机会。

5 月 9 日： 这是几个月内最大的上扬幅度。胡佛要求平衡预算是主要诱因。

5 月 12 日： 很有必要回顾上月市场的表现。当交易量超过平均水平，价格就会上涨；如果交易量很低，那么价格就会下跌。因为市场逐渐见底导致股市交易一蹶不振。

5 月 13 日： 如果政府考虑制定明确的通货膨胀政策，那么毫无疑问股价将会上涨。

5 月 17 日： 参议院民主党领袖与共和党通力合作，加快制定减税方案，以便能够振兴股市。

5 月 21 日： 为了响应联邦储备系

续扩大信贷的号召，前天晚上由 12 个银行家和工业家组成的委员会宣布将帮助运作注入市场的大量资金，这就给昨天的证券市场注入了一支强心针。尽管人们质疑这个新成立的委员会可能采取的措施，但是这种努力和决心已经在债券市场产生影响。其他发展也能暂时刺激证券市场，但是在政府出台可行性政策之前，人们都很难看到任何复苏的迹象。

5 月 25 日： 食品公司和烟草公司的股票的表现最差，在股市长期低迷的过程中阻碍绩优股的成长。在很多时候，人们往往抛售垃圾股，因为它们阻碍绩优股的成长，从而影响他们的账户。食品公司股票屡次创下新低。

5 月 26 日： 昨天交易量的大幅上升表明市场很快接近顶点。

5 月 27 日： 美国电话电报公司股价跌入新低。

5 月 28 日： 节前的股市相当低迷沉闷，但是通用电气季度分红锐减 60% 深深震撼了股市。

5 月 28 日： 实际上今天上午股市没有任何收益。

6 月 2 日： 据称政府将成立稳定市场的专门机构。联邦储备控制信贷扩张的政策使得几大银行的储备大量过剩。其实银行可以利用这些储备购买特定公司的债券。昨天早上股市一路飘红，因为参议院最终通过了减税方案。如果能够执行刺激经济的计划，那么就能够平衡国家预算。从 3 月 8 日开始道琼斯工业指数、铁路指数和公用事业股票指数下降了 50% 到 60%。大幅下跌似乎预示着市场已经接近拐点了。

6 月 6 日： 在证券价格长期紧缩的时代，股市复苏似乎与先前很多次小幅反弹有很多相似点。先前每次股市反弹都带给投资者一定的希望，但很快这些希望就破灭了。

6 月 11 日： 今天股市各个板块都出现较大幅度的增长，但是这是以牺牲短线收益为代价的，奥本市工业集团就遭遇到这种不幸。昨天晚上奥本工业集团的收益率只有 5%，现在一路走高，收益率一度超过 20%。其他股票如 J. J. Case、哥伦比亚碳业公司和 IBM 也表现出强劲的上涨势头，因为它们都具有大量的短线收益。

6 月 11 日： 并非所有新闻都是正面的，但是市场对负面新闻视而不见。

6 月 13 日： 欧洲似乎开始在本地市场购买美国证券，因此其他国家需要考察在过去几周内纽约市场是否保持稳定的流动性，因为在熊市它是一个主导因素。

6 月 15 日： 通常而言股价都较高，有时市场会释放走强的信号。

与其他外国货币相比，美元具有雄厚的实力，这就使得本期股价出现上涨的迹象。

6 月 16 日： 今天股市表现出一系列重要特征。当股市萧条时交易量下降；当股市回暖时交易量上升。此外绩优股的表现最佳，投资者纷纷购买此类股票，这也是值得注意的地方。

6 月 17 日： 这段时间人们从债券市场得知，如果债券无任何建树，那么股票很难保持长期增长的态势。

全国最低交易手续费免费……可免费股指原始期货开户……
……QQ……4582…8088……

6月21日： 4小时内的交易量下滑到40万，这是自1924年6月2日以来的最低纪录。星期一的交易量只有40万，这与1929年10月29日1 641万的成交量形成鲜明的对比。那时通用普通股的成交量就达到97.13万（创下单一股票最高成交量纪录），是星期一成交量的两倍。

6月23日： 尽管有些绩优股创下新低，但是其他股票依然保持稳定。

6月24日： 个股出现停盘的风险，其中最明显的就是美国罐头公司和美国电话公司。前者刚刚创下新低，后者则在最低纪录附近徘徊，但是下午强势反弹，最终使投资者获得了公平的收益。

6月25日： 股市萎缩导致价格下降，超过半数股票的交易价格低于10美元/股。星期四交易量只有422股，其中有226只股票的交易价格等于或低于10美元，没有一只股票的交易价格等于或大于100美元。

6月28日： 工业平均指数的突破性增长在股市引起很大的不安。当然这并不是确证，但是如果铁路股票具有此类特征，那么根据道氏理论，长期通货紧缩并未结束。[道琼斯工业指数创下5月的新低]

6月29日： 尽管每季度的红利分配从先前的75美分下降到50美分，通用食品公司（General Foods）的股票并未受其影响。美国钢铁、可口可乐、通用汽车、国民饼干公司、西尔斯罗巴克、联合太平洋和AT&T的股票都创下了新低。

6月30日： 今天民主党芝加哥总部所公布的消息并未影响股市。在当天的晚间新闻中，来自路易斯安那的报道说明会议未能就欧洲经济危机达成共识。

7月2日： 有些公司仍然拥有良好的财力和运营能力，在当前形势下仍然拥有较好的盈利能力。投资者完全可以按照当前价格长期持有。下面列出我们心目中的公司绩优股：美国电话电报公司、联合天然气公司、美国联合煤气改进公司、太平洋电气公司、切萨皮克和俄亥俄公司、美国烟草、美利坚联合烟草、宝洁、美国家庭用品公司、大陆罐头公司、杜邦公司、威廉箭牌公司、美国口香糖公司、博登公司、美国玉米制品公司。

7月3日： 6月27日工业指数跌至42.93，比5月13日的44.74还要低接近2个基点。对于道氏理论的追随者而言，工业平均指数的暴跌不是明显的信号，而是一个警报，因为从5月13日开始，铁路股票表现出类似的特征。6月1日铁路指数跌至14.10，6月27日跌至13.76，仅仅比先前的最低点低不到1个基点。人们显然拒绝转让铁路股票。尽管5月的收益报表很糟糕，但是铁路股票仍然是投资者的关注焦点。对于道氏平均指数的追随者而言，铁路股票所获得的市场支持以及道指保持低位运行的能力是两个关键的因素。

7月8日： 道琼斯工业平均指数见底。

7月11日： 华尔街对极端新闻的关注度显然高于具体的行动，但是这些行动却能促使市场稳定发展，所以无论

是在美国还是在境外都有投资性购买行为。

7月11日： 这周末一些绩优股打破了先前的最低纪录，其中包括美国电话公司、可口可乐、伊士曼柯达、联合太平洋、新泽西州公共服务公司、国际鞋业和IBM公司。

7月11日： 投资者开始频繁交易可口可乐普通股，因为这些交易员认为只要所得的收益能够买一瓶0.5度的啤酒，他们就心满意足了。蒙特利尔已经允许在特定时候销售含酒精饮料，而可口可乐公司总裁罗伯特·伍德鲁夫（Robert W. Woodruff）指出，美国人均可口可乐销量几乎翻了一番。

7月12日： 1931年12月31日美国无线电公司股东人数达到103 851个。去年6月30日股东总数为93 000个，而1928年6月30日股东总数为25 000个。

7月12日： 虽然7月5日星期二股市结束时，所有道琼斯指数都在今年最低点附近徘徊，但是纽约证交所仍然有很多股票和债券表现出50%多的增长态势。[一系列数据表明，有67只股票的价格比1932年7月8日见底时高50%以上]

7月14日： 英法两国决定联合应对欧洲范围内的政治事件和金融危机，这足以激起投资者的极大兴趣。据可靠消息，过去几天外国投资者大量购买美国股票，而从3月初至6月底，除了少数短期抛售，外国投资者的交易甚少。

7月16日： 在面对一系列异常情况时股票仍然有良好的表现，对此投资者深受鼓舞。国会休会也许能够刺激股市反弹，因此在股市反弹的过程中它仍然是一个主要因素。

7月20日： 公司很快就要发布中期财报了。人们普遍认为多数公司的财务状况不容乐观，但另一方面多数公司有价证券的表现令人眼前一亮。

7月22日： 星期四铝业公司股票收盘价比今年最低价22美元/股高80%，瑞得公司股票比股价见底时的22美元/股高39%。与1932年见底时相比，道琼斯工业平均指数上涨13%。

7月22日： 美国电话电报公司的股票出现小幅上涨。美国电话电报公司、凯本公司、杜邦、纳什公司、纳贝斯克、奥的斯电梯公司、加州联合石油公司和联合水果公司都未能实现预定的盈利目标，但是在过去的一两天内它们的股票均出现较大幅度的上涨。

7月25日： ITT的股东总数达到100 745。1929年12月31日它只有53 594名股东。1921年12月31日它首次对外公布年度报告，那时的股东人数只有846。

7月25日： 市场下跌幅度逐渐减少，股市也在巩固这段时期以来的成果，但是指数并未出现实质性的突破。

7月25日： 最近债券开始反弹，并对股票产生直接影响。在很多情况下债券主要用于担保，而且只存在于少数账户内。如果债券强势反弹，那么就会给这些账户带来很强的购买力。

7月26日： 在市场犹豫不决时，价格的小幅下跌都会导致市场行为的中止。一旦价格走高，那么交易量就会明显上升。3月初至6月初市场持续下滑，

全国最低交易手续费……开户……QQ……4582.8088……www……net

但是市场行为与此形成鲜明的反差，因为当股市反弹时，交易量萎缩，而当市场低迷时，交易量反而有所上升。

7月26日：尽管怀疑论者认为当前价格走高是内幕人士操纵的结果，所以无需过多关注，但是有些投资者仍在大量进仓，因为他们相信尽管当前商业环境无法立刻好转，但是与当前收益相比，一些热门股票的价格已经很便宜了。

7月30日：1929年9月以来的趋势被打破，因为我们有足够的理由相信，紧跟大熊市而来的不是小幅回暖，而是大牛市。

8月1日：很久以来人们都在期盼市场大幅回暖，但希望总是落空。而现在股票持续上涨，促使投资者高价出售股票，从而导致部分股票停牌。

从去年早春开始美元汇率就出现短期下滑的趋势，而现在大熊市的到来进一步导致美元汇率的下跌。由于美国的发展前景不容乐观，所以仍然无法遏止美元汇率的下滑。先前人们认为美国经济将出现混乱局面，但是现在美国证券价格的上涨为资本投资和升值带来了很好的契机。

8月5日：人们试图阻止市场上涨，而且短线交易和高价抛售颇为频繁，但是多数股票的价格仍然创下了自1931年10月以来的最高纪录。

8月6日：今天下午价格开始小幅回落，此时市场出现较大的阻力，但是投资者的反应不是很强烈。

8月8日：人们相信，现在股票的短仓数量与一个月之前相比基本持平，而证交所股票卖空比例似乎也证明了这一点。

8月9日：在过去的一周内，欧洲资本的股票交易量甚至大于一整年的交易量，这是1929年股市崩溃以来交易量的最高纪录。

8月12日：自股市崩盘以来，证券价值总量创下月最大涨幅的纪录，而7月证券信贷额减至1.12亿美元，跌至历史最低点。与1929年9月30日132.05亿美元的证券信贷额相比，现在已经下降了85.18亿美元。

8月13日：股票市场对糟糕的公司业绩熟视无睹，反而更加关注预示股市回暖的指数。很长时间以来市场对任何负面新闻会做出迅速反应，而且不会低估市场回暖的能力。

8月16日：尽管杜邦公司每季度普通股利从75美分跌至50美分，但市场并未出现任何反应。

现在没有任何迹象表明行业环境将发生重大变化，但是在接下来的两个月里债券和原材料商品的价格相对稳定。

8月16日：随着战争贷款整体置换方案的出台以及国会的休会，美国重新燃起对华尔街的兴趣之火。在上个月股市回暖的过程中，英国起到了关键的推动作用。7月26日一家伦敦经纪公司公布了15种美国和英国工业蓝筹股，并表示美国股份的平均收益率为10.4%。

8月17日：纽约证交所交易员席位的价格为15万美元，与以前的价格相比上涨了25%，此前的最低价格仅仅为6.8万美元。

对投资者而言，1932年夏似乎是世界的尽头，但是也有很多牛市即将来临的迹象。上述评论反映出的一个关键变化就是，在面对负面新闻时，宏观市场和特别证券的反应不再那么激烈。此时如果市场并未对正面新闻或负面新闻做出任何反应，但市场参与者却感到很震惊，那么这就说明市场开始出现微妙的变化。

尽管普通市场仍在下跌，而且明显忽视越来越多的正面新闻，但是个别股票仍然对正面新闻做出反应并开始上涨。7月8日市场见底时，67种发行股票的交易量比1932年初高50%。在1932年夏这个糟糕的时候，只有450种交易股票属于正常现象，所以这些股票的涨跌都是真实的。这些股票都不属于道琼斯指数股票，所以很难描绘它们的特征。但有一个共同特征，那就是它们将受益于较高的商品价格，尤其是糖的价格。在市场指数见底之前这些股票就已经开始反弹，这就说明市场购买力正在形成。

在熊市临近尾声时，很多评论员发现一个奇特的现象：美国电话电报公司股票低迷。它是市场持有量最大的股票，一天之内大幅下跌就能成为报纸的头版头条。它拥有影响股市走向的能力，这似乎说明被套牢的中小投资者认输了。美国电话电报公司股票大幅下跌是否预示着牛市开始变为熊市？此外尽管在熊市接近尾声时很多股票大幅上扬，但是貌似很安全的烟草和食品板块却大幅下挫。5月食品股票和烟草股票的平均价格分别下跌23.2%和21.3%。而在长达33周的熊市里，这两个板块的月平均价格仅仅下跌了3.4%和1.3%。但是这两个板块价格的下跌并未表明市场已经触底。1930年9月食品板块和烟草板块分别下跌了27.9%和21.3%。如果有经验的投资者认为此时大多数中小投资者已经割肉出场，然后于10月1日购买此类证券，那么截至1932年7月他们就会损失一半的投资。如果所谓安全的板块价格下挫预示熊市已经结束，那么就需要将这个因素与其他因素综合考量。

1921年弱市交易量呈现出低迷的状态，而强市的交易量有所上升，这就说明牛市即将来临。1932年6月就出现这种特征，并与以往特征形成鲜明的对比。弱市交易量低迷表明，越来越少的投资者选择清仓割肉。而强市交易量的上升主要归功于所谓的“较大的积极收益”。

1921年交易量增长还要归功于强市里的卖空平仓行为。尽管1932年夏也有些股票也卖空平仓，但是这次熊市见底并没有显著的平仓行为。1921年股票卖空后很快就平仓了，而从1932年7月8日至7月27日股票

全国最低交易手续费……4582.8088……http://www……

卖空行为仍在继续。直到8月3日空头头寸水平才低于7月8日。在此期间道指上涨29%，所以在股票停牌之前这些空头就需要暂时忍受较大的损失。

7月股票卖空后无法平仓，这就说明股票市场的上涨势头将持续到7月以后。在熊市里投资者不愿意清盘或贷款投机，这就说明股价将继续保持上涨的态势。

在第一部分我们研究了一个股市谚语，它的意思是熊市结束将导致股票停牌。股票停牌的主要表征是市场急速下滑，但是交易量与牛市不相上下。1921年我们发现市场最终下滑与较低的交易量联系在一起，而1932年也出现了类似的情形。

如图6—5所示，在股市跌停的最后几个月内，交易量有所下滑。在市场见底时，两周的日均交易量低于65万股。截至7月23日两周的日均交易量仍然低于75万股。从7月25日开始的4天内，每天的交易量超过100万股，从1932年5月以来从未出现过这样的交易量。

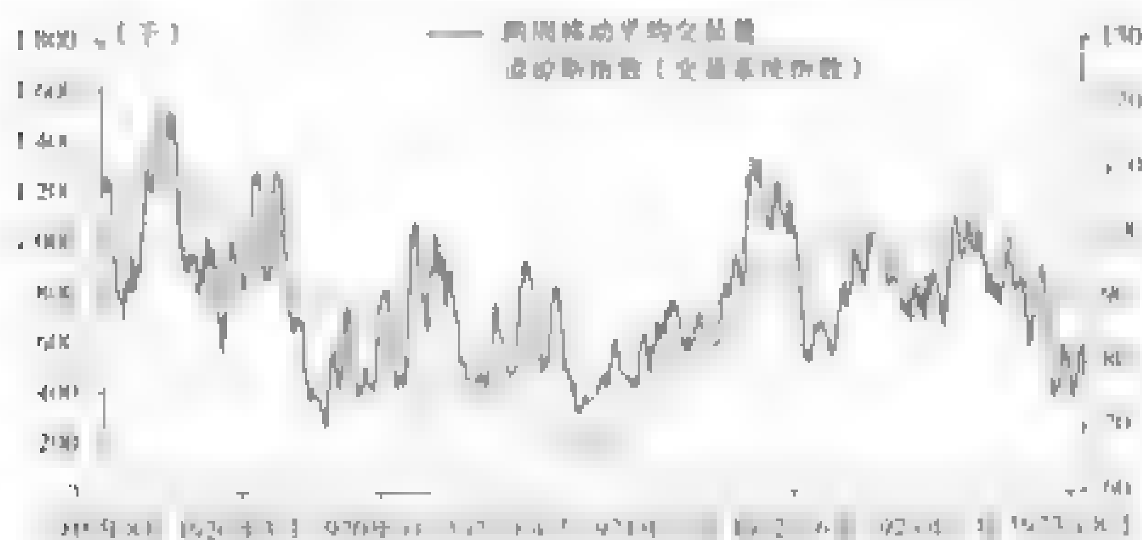


图6—6 股市见底时股票的交易量和道琼斯工业平均指数

来源：纽约证交所和道琼斯公司

事实再次表明，当交易量更低时，最终市场才会大幅下挫。只有当市场开始回暖时，交易量才会上升。1921年也出现过类似的特征，它意味着熊市见底，而不是很多股票停牌。

投资者希望自己在重返股市之前，股票收益就开始上升，于是他们就错过了1932年7月市场见底的契机。考尔斯基金会的数据表明，1932年12月证券收益见底，而标准普尔综合指数也借鉴考尔斯数据。因为财务报

表收益具有一定的滞后性，所以在当代投资者发觉之前，1933 年第 2 季度股票收益就开始上涨了。

即使是在 1933 年，也很难保证收益持续增长。根据以往的经验，由于经济开始复苏，所以投资者应该期望收益迅速增长。但是 1933 年所披露的收益仅仅比 1932 年高 7%。如果投资者等待收益增长的时机，那么就要等到 1933 年初夏，但是 1933 年投资者似乎都持观望的态度。直到 1935 年当收益增长了 35% 时，投资者方能看到收益呈螺旋型增长态势。

在股市低迷时，所有上市公司的报表都不会出现亏损的字样。但是如果综合考量所有的美国公司，那么就会发现明显的差别。

表 6—5 的数据说明 1932 年美国公司报表是亏损的，1932 年标准普尔上市板块报表利润比 1929 年低 75%。通过观察盈利公司的数据，我们就能发现所有公司扭亏为盈的时点。

表 6—5　　美国所有公司净利润（百万美元）

1929 年第 3 季度	1 696
1929 年第 4 季度	1 406
1930 年第 1 季度	984
1930 年第 2 季度	727
1930 年第 3 季度	357
1930 年第 4 季度	132
1931 年第 1 季度	84
1931 年第 2 季度	(34)
1931 年第 3 季度	(185)
1931 年第 4 季度	(407)
1932 年第 1 季度	(361)
1932 年第 2 季度	(569)
1932 年第 3 季度	(677)
1932 年第 4 季度	(662)
1933 年第 1 季度	(604)
1933 年第 2 季度	(142)
1933 年第 3 季度	370

来源：哈罗德·博格（Harold Barger）《美国的开支和收入：1921—1938》（*Outlay and Income in the United States*，1921—1938）

在等待收益增长迹象时，投资者并未因此遭遇1932年7月见底的股市。经验老到的投资者并不认为1933年第二季度之前收益持续增长，在考虑上市板块收益率的增长态势后，也许我们可以认为1935年收益才会持续增长。1932年7月8日道指触底，收于41.22点。1933年初夏的股价是1932年7月的两倍。而直到1935年3月的牛市，股票购买才逐渐走上正轨。1935年3月至1937年2月股票购买量在此基础上又翻了一番。如果投资者单单关注收益的增长，那么他们有可能参加第二轮购买浪潮。他们仍然能够获得双倍的收益，如果1932年7月投资者进行投资，那么他们就会获得四倍的收益。

1921年和1932年市场开始监测上市公司的股东数量。如果股东数量达到新的高度，那么这就是牛市来临的重要信号。因为人们普遍认为在熊市里，如果公众兴趣降低，那么股东数量就会下降。反之亦然。在R.G. Dun公司所监测的346家公司里，自1930年5月以来股东数量已经增长了42%。这种趋势很明显，对于绩优股而言更是如此，因为40多年来市场根据美国钢铁公司股东分布情况完成各种交易。（见表6—6）

表6—6　盈利公司所占比例

1929年第3季度	94.3
1929年第4季度	89.8
1930年第1季度	84.1
1930年第2季度	83.0
1930年第3季度	71.6
1930年第4季度	65.2
1931年第1季度	67.2
1931年第2季度	63.1
1931年第3季度	53.3
1931年第4季度	50.9
1932年第1季度	45.7
1932年第2季度	40.2
1932年第3季度	39.5
1932年第4季度	41.8
1933年第1季度	38.6
1933年第2季度	52.3
[illegible]	[illegible]

来源：摩尔（G. H. Moore）《商业循环指示》（*Business Cycle Indicators*）

QQ 45828088 www. .net

我们发现如果美国钢铁公司股票价格低于股东数量，那么市场就会出现进仓行为。此外 1903、1914、1920 和 1923 年都出现了进仓的信号。在 1921 至 1929 年的牛市里，美国钢铁公司股东数量没有变化。1929 至 1932 年股东数量翻了一番。这就意味着投资者开始放弃投机行为，转而更为安全地持有美国一个大型公司的股票。根据股东数量与股价的比例，1931 年初是购买美国钢铁公司股票的下一个契机，因为股市仍将持续下跌。所以这就使得这种分析方法名誉扫地。但根据 R. G. Dun 的数据，不可否认的是 1932 年美国公司股东的数量高于 1929 年。再加上 1932 年 1/3 的纽约证交所上市股票被交易，这就说明市场收益高于人们的普遍预期。1932 年市场见底时，对证券市场的不信任态度导致公众仍持观望态度。

在 20 世纪 20 年代股市繁荣时期，美国无线电公司是处于领先地位的绩优股，有趣的是在 1929 至 1932 年的熊市里，它的股东数量明显上升。在两次熊市当中，股票从华尔街流到公众手里，这就是所谓的“较大的积极收益”的含义。1921 年专业操盘手、股票经纪商和富裕的资本家的回归预示着股市已经见底。随着牛市的开始，股票从公众手里重新返回到专业操盘手那里。1921 年和 1932 年股票重新聚集到主要操盘手那里，这并不意味着公众热情高涨，而是牛市的到来。

当时的投资者普遍犯了一个错误，那就是关注日益恶化的财政环境，这从他们的评论当中能够看出来。《华尔街日报》经常列举财政政策的变化及其对股票市场的积极影响或负面影响。《华尔街日报》的文章暗示，财政预算失衡是股价大跌的罪魁祸首。1932 年 3 月至 7 月道指缩水一半。与其他熊市相比，这是最剧烈的跌幅。它甚至超过 1929 年 10 月以及两次银行危机时的跌幅。毫无疑问政府行为损害了公众的信心，请看如下的文摘：

尽管遭到与会人员的嘘声、喝倒彩、喝彩和关灯等行为的干扰，但是新泽西议会军事议员塞隆·麦克坎贝尔（Theron McCampbell）坚持阅读 1 500 字的发言稿，就“新泽西议会是不是暴徒的庇护所”这个问题作出回答。休会是最后的手段，但是他仍然读完发言稿。

——1932 年 5 月 25 日《华尔街日报》

“我们还有政府吗？”这确实是一个“重要的问题”。现在华盛顿怎么出现这么多厚颜无耻无所事事的政治家？刺杀他们只会带来更严重的后果。你想的太简单了。

全国最低交易手续费[illegible]开户[illegible]
[illegible]QQ[illegible]4582.8088[illegible]http[illegible]www[illegible]net

——纽约长岛查尔斯·汤姆逊（Charles N. Thomson）的来信，
1932 年 5 月 17 日《华尔街日报》

在证券或债券市场开始反弹之前，人们就要求政府保持预算平衡，如果 1932 年投资者依此作为决定投资的参考，那么就会犯错。

1931 年财政赤字仅占 GDP 的 0.60%。国会似乎有很多提前消费的习俗，在 1932 年初就颁布了扩张性货币议案，从而导致财政状况进一步恶化。现在人们认为国会的行为直接导致股市的最终崩盘。对股市而言，1932 年 7 月 16 日国会开始休会、议案的失败以及胡佛总统坚持预算平衡的演讲都是利好的消息。幸亏美国财政没有跌入深渊，否则那时的市场就不会反弹了。

[illegible]
[illegible]
[illegible]
财政状况恶化势必成加重了证券熊市。

7 月民主党推选罗斯福为他们的总统候选人。令人惊讶的是，罗斯福本人迫切需要维持预算的平衡。如果这是 1932 年 7 月证券市场回暖的一个原因，那么其后的事件表明它误人歧途了。在 20 世纪 30 年代之前，美国习惯于在和平年代保持联邦盈余。1837 年美国创下有史以来最大规模的经济萎缩，那时财政赤字仅占 GDP 的 0.68%。1931 年 0.60% 的预算赤字率足以震惊 1932 年的投资者们。但是 1932 年赤字上升到 GDP 的 4.6%，1933 年进一步上升到 4.61%，最终 1934 年达到 5.50%。如果出现史无前例的财政危机，那么没有人能够预见美国证券大牛市。有人宣称预算平衡是促使证券市场恢复的重要前提，这是大错特错的。全球国家试图平衡预算，但这是徒劳无功的，而且可能使摩拉维亚的养鸟人深受其害。

为了满足市政开支，摩拉维亚 Hibenstadt 市决定征收宠物鸟税，每只夜莺的税为 2.97 美元/年，而金丝雀和紫燕的税则稍微低些。

在 1932 至 1937 年财政瘫痪的年代，证券仍然具有上涨的能力，这就说明 1932 年 3 月至 7 月市场最后崩盘并不是财政恐慌引起的。那时美国黄金大量外流，直接导致证券市场低迷，当然还有其他促使黄金外流的潜在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品期货开户，零佣金，不限金额。网上交易单向接申请交易所手续费……

因素。一些《华尔街日报》评论员认为华盛顿糟糕的政治处境使证券市场萎缩，并最终造成黄金外流和股市崩盘。后任总统杜鲁门认为《华尔街日报》是"共和党的圣经"，所以它就认为股民信心丧失的原因是民主党赢得总统大选的可能性越来越大。但是美国黄金外流还有一个根本原因——几乎所有贸易伙伴国家的货币都大幅贬值。1932年初这些外币的变化对美国贸易地位的影响方式显现出来，前4个月英国仅仅从美国进口了396辆汽车，而1928年全年进口5 188辆汽车。同期英国出口汽车8 771辆，大约比1928年增长50%。从1930年至1931年美国贸易顺差已经降低了50%。

贸易状况的逐渐恶化及其对美国金本位制的影响使得国际资本纷纷逃离美国。借助于事后认识我们发现，1932年4月美联储改变货币政策也是黄金外流的一个原因。在很多经济循环中，通过政治压力提高货币流动性是放弃金本位制的前兆。这就使得外国投资者认为持有以美元计量的资产将有很大的风险。从1932年1月至7月，货币性黄金储备缩减了12%，降至36.5亿美元。随着美联储放弃公开市场购买计划以及国会的休会，黄金外流逐渐停止。当代观点认为预算平衡有助于稳定证券市场，于是谴责华盛顿的政治事件是导致市场严重萎缩的罪魁祸首。其实这两种观点都是错误的。美国贸易地位的恶化以及美联储增强货币的流动性是两个关键的因素，很多投资者认为美国很快放弃金本位制。在这种环境下，证券价格在4个月内降低了50%。

有些人认为美联储的措施能够帮助解决经济衰退的问题，但是市场的冷淡反应给他们沉重一击。尽管几年间纽约联邦储备银行在内的很多方面都在讨论增加货币流动性的问题，但是在金本位制下这一举措导致资本外逃，从而削弱了它的积极效应。如果美国贸易有很大的盈余，而且其他国家的货币尚未贬值，那么这一措施势必产生积极的作用。截至1932年4月人们对金本位制的信心开始动摇，而美联储的措施则加快股市下挫的步伐。

投资者所面临的关键问题是：1932年7月什么因素最终阻止了这种颓势？借助事后认识我们发现1932年的一个事件帮助抑制黄金外流并促使股市回暖——大国就德国战争赔偿问题达成《洛桑协定》。从当时的新闻报道可以看出，人们对这些谈判并不抱有多大的期望。

自从签订《凡尔赛和约》之后，德国一直要求降低战争赔款。其他国家，尤其是法国，极力反对降低赔款。大国之间存在很大的分歧，市场已

全匹最低交易手续费免费 理财 可免费股指期货开户 零佣金 不限资金量 交易量 直接申请交易所手续费
开户请咨询我们 10倍高佣金 QQ微信 45821808 期货开户办理 www.the p.net

经习惯于外交谈判和混乱的局面。1921 年大国就德国赔偿问题达成一致，但德国拒不支付赔款，所以大国不得不同意延期一年偿付。在延期偿付权尚未过期之前，比利时和法国占领了德国鲁尔工业区，很快德国就出现了恶性通货膨胀。1924 年道威斯计划（Dawes Plan）重新计算德国的债务，而德国通过美国的借款来偿付赔偿。1921 年 10 月至 1930 年 7 月德国在美国发行 135 种美元债券，但是截至 1932 年 8 月德国应付赔偿金的公允价值达到 10 亿美元。尽管债务问题得以解决，但是 1929 年德国迫切希望减少赔偿款，于是杨计划（Young Plan）应运而生。但是经济大萧条所导致的经济萎缩加重了德国的经济危机，1931 年夏胡佛总统宣布协约国和德国可以延期一年支付借款和赔款。当延期偿付权临近尾声时，有关大国在洛桑召开会议，通过发行债券免除德国赔偿的义务。这个决定实际上使德国赔款降低了 90%。这样法国就无法继续反对降低德国赔款。（此外大国还达成非正式协议，美国取消欧洲国家的战争债务，但后来美国国会拒绝批准该协议。）

当大国就战争赔款达成一致的消息公布后，就对商品市场产生积极的影响。投资者相信，国际金融的僵局被打破，德国和其他债务国家的消费可能大幅增加。6 月 24 日《华尔街日报》文章说明此项协议所产生的积极影响。

现在只有法国、荷兰和瑞士仍允许黄金流通。债务国和出口国家实行金本位制是世界经济恢复的一个推动力。当然经济运行会产生这样的后果，但是如果政治家们能够解决当前政府间的债务问题，那么这个进程就会大大加快。

《洛桑协定》实际上严重影响全球经济加速恢复的步伐。这个协定将帮助稳定商品价格，接着在稳定股市的过程中扮演重要的角色。此外签订《洛桑协定》后瑞士法郎面临走低的压力，对全球金融市场而言这是一个非常重要的积极信号。由于瑞士法郎是由黄金担保的，所以国际资本纷纷涌入瑞士。瑞士法郎的弱势表明，国际游资正在全世界努力寻找有利可图的地方。

很快德国事态的发展引起全世界的关注。国家社会党摇摇欲坠，投资者对美国大量持有的德国政府债券的前景抱有很乐观的态度。在 1932 年 4 月举行的总统选举中，时任总统保罗·冯·兴登堡（Paul von Hindenburg）击败了阿道夫·希特勒（Adolf Hitler）。尽管有些评论员认为希特勒上台有

助于经济复苏，但是《华尔街日报》直率地认为希特勒是“假冒的领袖”。接着在7月31日的国会选举中纳粹党没能获得更多的席位，华尔街普遍欢迎这种结果，因为这样才能使这个国家从政治冲突的边缘重回正轨。《华尔街日报》对希特勒的前途持悲观态度。

> 但是人们逐渐意识到，希特勒在德国的所作所为已经达到顶峰，纳粹党始终是有序政府的干扰因素，希特勒无法有效控制政府。

尽管希特勒的民主进程归于失败，但是这并没有阻止他前进的步伐，对全世界而言这是很不幸的事情。

1921年和1932年道氏理论都取得了很大的成功。尽管市场仍在小幅震荡，但是《华尔街日报》的道氏专家认为这是牛市即将来临的强烈信号。

> 尽管最近铁路股和工业股都创下新低，而且被视为是市场继续下跌的征兆，但是根据道氏理论，这种论断需要后续的市场行为予以证实。通常情况下先前的高位或低位都不是可靠的信号。尽管此种论断能够与一些同方向的走势相一致，但是也有可能意味着两次见底或两次最高点，当然这种预见的重要性无法与股市真正突破相提并论。

很快市场两次见底。《华尔街日报》道氏理论分析员认为熊市见底迫在眉睫。1929年威廉·彼得·汉密尔顿逝世，但是道氏理论接班人并不是下一任编辑。作为一名独立评论员，罗伯特·雷亚（Robert Rhea）研究了道和汉密尔顿在《华尔街日报》上发表的道氏理论专题报道，所以成为新的领军人物。雷亚认为1932年7月21日大熊市见底说明道氏理论的分析再次获得成功。

愤世嫉俗者也许注意到，纽约都共和党咨询委员会要求立法机构禁止保险公司购买普通股。此份报告公布后的两个星期内，股票市场见底。恐慌情绪开始蔓延，但是1932年夏并不是所有人都关注普通股的前景。

> 詹姆斯·斯蒂尔曼（James A. Stillman）20岁的儿子亚历克斯·斯蒂尔曼（Alex Stillman）宣布，他计划明年飞跃大西洋。他解释道：“在市场崩溃之后我爸爸仅剩下6 500万美元，因此我不得不外出打工。”

债券与熊市

“我仍然记得1893年和1907年市场上的恐慌情绪，简直太糟糕了。但

全国最低交易手续费完券办理国内正规期货股票账户开户 ...
...

与现在相比，简直就是小巫见大巫。我不知道市场上到底有几百万人。"

"这些年的市场萧条局面是怎么结束的？"

"恩，它们结束了。因为人们采取行动，接着再行动，然后再次行动。如果有了上涨，那么势必回落；如果开始回落，那么势必会上涨。"

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

在通货紧缩市场萧条的时候，发生了一件奇怪的事情——美国政府债券价格下跌。1932 年 1 月长期政府债券的日平均收益率为 4.26%，而 1929 年 9 月为 3.70%。而同期批发价格指数下跌了 31%。考虑到普通价格水平下跌以及其他投资的信贷风险上升，多数投资者希望经济紧缩时政府债券能够稳步增长。如图 6—6 所示，当然 1929 年 9 月至 1931 年 6 月债券利润从 3.70% 下降到 3.15%。但是 1931 年 6 月政府债券市场达到最高点，后来随着美国第二次银行危机及其国际化影响，政府债券价格开始下跌。尽管 1931 年 6 月至 8 月价格开始小幅下挫，但是随着英国放弃金本位制，政府债券价格才真正开始下降。

英国放弃金本位制导致外国央行纷纷清算美元资产，美国的黄金储备下降。而此时由于商业银行危机凸显，美国储户纷纷提取存款，转而持有大量的美元资产。此时美联储千方百计维护金汇兑制，这反而使美国商业银行资产清算面临更大的压力。10 月 16 日纽约联邦储备银行将再贴现率从 1.5% 提到高 3.5%。利率的上涨使得债券价格面临更大的压力。

1931 年 9 月以前银行已经开始清理表现较差的公司债券，而从 1930 年第 3 季度开始这些投资工具的收益一直都在上涨。

截至 1931 年 9 月投资者纷纷抛售公司债券和美国政府债券，现在两种债券的收益开始增长。1932 年 2 月之前政府债券价格很不稳定。较高的财政赤字可能导致政府债券价格下滑，但是这个因素的影响甚微，因为 1932 年 2 月市场已经开始回暖，而几年之后财政才开始重回正轨。但是政府债券市场趋于稳定的时点与复兴银行公司成立的时间并不一致。由政府背景的复兴银行公司的借贷能力达到 15 亿美元（1932 年 7 月 21 日通过《紧急救济和建筑法案》后借贷能力增加至 33 亿美元），它专门负责向银行和其他金融机构提供贷款。新的贷款来源使得银行放缓清算政府债券的步伐，此种措施远比通过财政政策稳定政府债券市场重要得多。1932 年 4 月为了增加系统的流动性，联邦储备开始购买政府债券，这对于政府债券而言是一个利好的消息。

全国最低交易手续费……开户……[illegible]
……咨询QQ……95621.8088……[illegible]

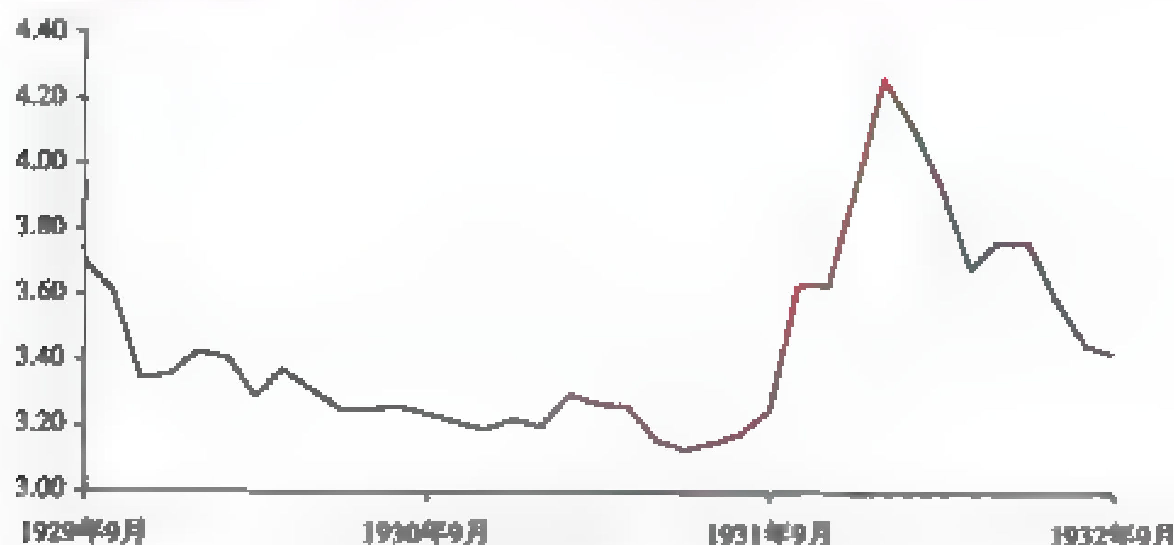


图 6—6　美国政府长期证券收益——1929 年 9 月至 1932 年 9 月

来源：国家经济研究局

政府债券价格下跌速度很快，但是上涨速度却相对缓慢。截至 1934 年 4 月政府债券收益才达到 1931 年 6 月的水平。我们必须考虑 1920 年 8 月开始的长期债券牛市这个大背景。在此期间牛市收益从 1920 年 8 月的 5.67% 跌至 1946 年 6 月的 2.16%。那么 1931 年 6 月至 1932 年 1 月债券市场紧缩以及收益从 3.13% 上升到 4.11% 也就不足为奇了。但是在较高的通货紧缩时代，政府债券价格缩水严重影响投资者判断金融资产公允价值的视角。在价格和收益下跌以及风险剧增的时代，金融资产价值遭受不利的影响。即使是在严重通货紧缩的时候，政府债券价格的下跌也是有可能的。那么金融市场是否会出现其他意想不到的反应？

公司债券市场的投资者也对熊市的强度感到震惊。市场表现充分说明，在经历了 1929 年 10 月市场崩盘之后，投资者希望经济保持适度的紧缩规模。在债券市场里，BAA 信用等级的公司债券的信用等级最低，1930 年这些债券的收益从 1929 年 9 月的收益水平开始一路下挫。1930 年第 3 季度第一次银行危机爆发后，这些债券的价格才开始下降。1929 年 9 月这些债券的平均月收益为 6.12%，1930 年 9 月则下降到 5.65%。尽管 1929 年 10 月市场崩盘后一年内投资者对此类债券仍抱有兴趣，但是很快投资者就丧失信心了。截至 1930 年 11 月这些债券的收益已经超过 1929 年 9 月的水平。1930 年 12 月平均收益超过 6.7%，并一直维持到 1931 年 4 月。随着第二次银行危机的爆发并蔓延到其他国家，公司债券的大熊市才真正来临。1931 年 4 月至 12 月这些债券的平均收益从 6.72% 上升到 10.42%。

1932 年第 1 季度政府债券市场和 BAA 信用等级的公司债券市场相对

稳定。尽管这种稳定预示着政府债券牛市已经开始，但是公司债券市场还会出现最后的崩盘。1932 年 6 月 BAA 信用等级的公司债券市场见底，而市场的日均收益为 11.52%。尽管 AAA 信用等级的公司债券价格的变化相对温和，但它们的价格也具有类似的特征。（见图 6—7）

熊市使政府债券价格跌回至 1924 年的水平，而且公司债券熊市的规模相当庞大。我们无法获取不同公司债券收益的历史数据，但是 BAA 债券 11.52% 的收益率比 1919 年以来所记载的最高纪录还要高 1/3。1932 年 6 月 AAA 公司债券的平均收益为 5.41%，这是自 1921 年 12 月以来的最高纪录。1914 年开始道琼斯公司开始公布 40 种公司债券的指数，现在债券指数跌至新低。（见图 6—8）

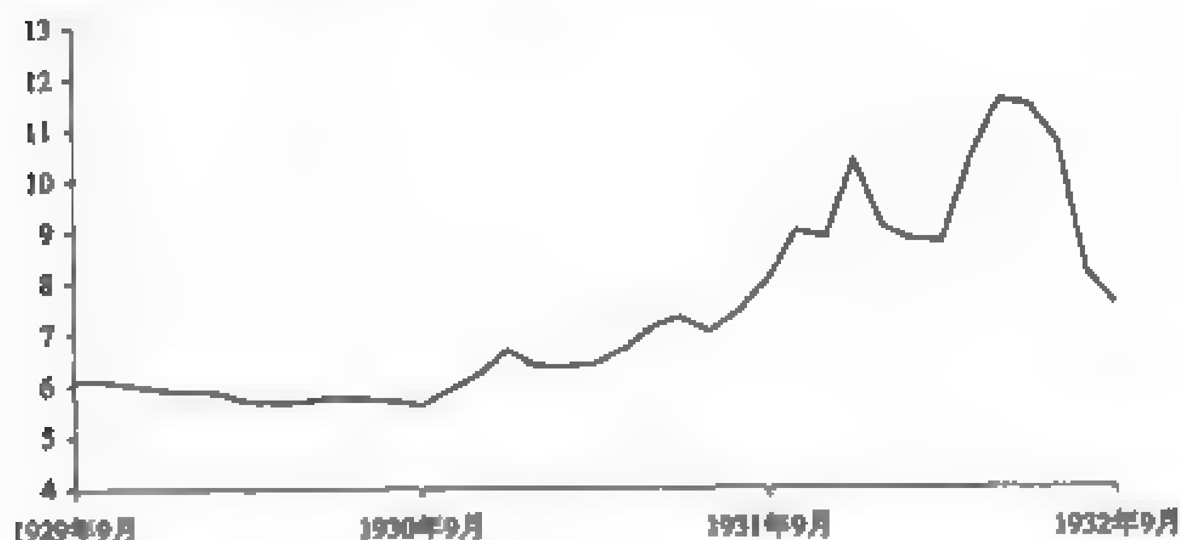


图 6—7　信用等级 BAA 的公司债券的收益——1929 年 9 月至 1932 年 9 月

来源：国家经济研究署



图 6—8　信用等级 AAA 的公司债券的收益——1929 年 9 月至 1932 年 9 月

来源：国家经济研究署

全国最低交易手续费……开户……QQ……4582.8088……开户……www……net

不管何种因素在1932年1月和2月稳定了政府债券市场，一个例外就是复兴银行公司的成立，因为它并未对公司债券市场产生同样的积极影响。直到1932年6月AAA和BAA公司债券市场才见底。

1932年夏《华尔街日报》的文章表明，公司债券价格可能停止下跌。与1921年类似，信贷增长不足导致商业银行成为债券的大买主。这样的购买行为也许能够保护政府债券，而投资工具价格的上涨增加了公司债券的吸引力。公司债券价格直线下降，而与1931年的最高点相比，道琼斯次级铁路债券价格下降49%。商业银行也加入购买公司债券的热潮，因为有些债券的面值可能缩水50%以上。

购买债券的最新大户是美国证券投资公司，它是由美国最大的商业银行组成的。通过合资购买债券，就能在谨慎的银行家之间平摊风险。当组建公司的消息公布后，市场强势反弹，但是只有当价格超过1932年的底价时，它才会购进债券。在通过购买债券振兴债券市场的进程中，复兴银行公司起到了非常重要的作用。当然投资者试图怀疑政府改变市场的能力，但是毫无疑问复兴银行公司通过资助陷入困境的银行和铁路公司，明显降低了公司债券市场的营销压力。

同样在此期间，很多评论员建议通过获得利率较低的短期借款购买高质量的公司债券。与1921年不同，1932年有一个关键因素导致债券价格下滑——逐渐恶化的财政状况。1932年国会通过所谓的“加纳计划”（Garner Plan），旨在通过发行10亿美元债券筹集资金，大规模建设公共工程。债券供应量的增加势必影响债券的价格，对此债券市场束手无策。加纳计划不会成为一项法案，接下来的几年里出现了严重的财政赤字，但是债券市场并未出现较大的跌价。债券投资者害怕财政持续恶化所产生的负面影响，其实他们被误导了。不管《华尔街日报》表达何种担忧，事实是债券很快就被超额认购了。

显然洛桑会议决定免除德国战争赔款，对商品市场和债券市场都产生了很明显的影响。人们普遍认为，免除德国战争赔款并同时部分减免欧洲同盟国的战争债务，能够消除国际贸易和需求领域长期以来的困境。《洛桑协定》公布后的10天内，德国债券上涨了10个百分点。此外它还与美国债券市场的上涨保持一致。债券价格大幅上扬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品期货原油开户，零佣金，不限资金规模，交易所直接申请交易所手续费
并可以为您再返还10倍保证金，咨询QQ微信：95621.8088 期货开户私书籍下载网址 http://www.ihelp.net

表6—7　道琼斯工业债券平均指数

	周六收于	高于最低点
10种头等铁路债券*	88.47	17.10
10种二等铁路债券	70.14	22.42
10种公用事业债券*	91.49	8.99
10种工业债券	77.29	17.67
40种其他债券	81.85	16.07

来源：《华尔街日报》1932年6月22日　　* 当年的低点

虽然1932年1月政府债券市场见底，但是直到6月1日公司债券才触底，紧接着5个星期之后证券市场见底。

但是投资者在1932年6月也无法预测财政恶化的程度，而债券牛市则一直持续到1949年。也许债券投资者认为1932年国会休会是市场看涨的重要因素，尽管国会将提出更大的支出提案以及更大的财政赤字，但是证券牛市继续盛行。还有其他原因促使公司债券市场在6月初见底，比如5月底商品价格稳中有升就是一个很好的迹象。

5月24日《华尔街日报》的文章说明一些商品的价格能够保持现有的水平。5月底很多商品的价格开始上涨，7月中旬费舍尔批发价格指数已经连续3个星期呈上升态势。截至8月底人们普遍相信价格将继续上涨，因为两个多月以来批发价格持续上涨。

当很多商品价格开始上涨时，公司债券市场见底，而两个星期之后很多迹象表明批发价格即将上扬。通货紧缩影响公司向投资者支付债券收益的能力，这就是为什么普通价格水平上升对投资者有利的原因之一。紧接着《洛桑协定》的签订表明全球金融系统即将发生根本变化，而这无疑巩固了商品价格。

在稳定债券价格的过程中，还有很多事件也起到了一定的作用，最显著的就是合资经营债券和复兴银行公司的建立。公司债券市场见底刚好与创建美国证券投资公司的传言不谋而合。由于联邦储备购买政府债券未能增加信贷，那么美国证券投资公司聚集商业银行家的资金购买债券组合，充分利用美联储创造的流动性，而且在所有银行家中间平摊风险。创建此类公司的新闻足以保证债券价格上涨。在公司无需购买任何债券的情况下，债券市场开始好转。如果债券价格便宜，经济状态有所改善，而且商品价格也有所回升，那么这种支持市场的措施将为价格的上扬提供必要的

全国最低交易手续费……开户……
……95621.8088……www.ihelp.net

动力。如果1932年在稳定金融市场的过程中私营公司起到了支持的作用，那么市场参与者将起到更大的支持作用。尽管在金融市场里很难区分原因和结果，但是复兴银行公司的组建不仅提高了银行流动性，稳定了政府债券的价格，而且使得商业，尤其是铁路行业的信用等级有所提升。除此之外将利率为5%的20亿英镑的英国债务变更为利率为3.5%的永久债务，也对稳定美国债券价格起到了一定的作用。美国公司债券市场见底1个月后也就是7月2日，《华尔街日报》发表如下评论：

今天伦敦股票交易所见证了令人兴奋的交易场景，自1928年股市繁荣以来从未出现过这样的场景。与本周早期较少的证券兑换业务相比，交易员碰到了规模最大的可兑换证券。上午10点30分开始交易，此后英国市场出现史无前例的增长态势。金边证券的上涨幅度很小，但是今天上午利率为4%的英国政府债券上涨8个百分点，收于110英镑。此外工业股、采矿股和石油股也出现较大幅度的增长。

通过阅读1932年夏的《华尔街日报》我们可以发现，在英国投资者兑换证券之后，评论员提的最多的就是外国投资者购买所有的美国证券。也许利率的降低导致投资者兑换证券并从英国撤资，整个伦敦对可兑换证券感到很兴奋，而几天之后美国证券市场见底。正是这些因素影响1932年初夏的公司债券市场。但是与1921年类似，稳定债券市场的关键动机是稳定商品价格及普通批发价格。

罗斯福与熊市

"但是孩子，如果这个春天你重返政坛，那么你就能看到1932年总统大选的预演。然后我们就会发现从政府公务员到所有街区的清洁工都是民主党人。当然好日子就要来临了。"雷德自鸣得意地说道。

——詹姆斯·法雷尔《末日审判》

在分析1932年夏影响金融市场的要素时，我们不能忽视总统竞选。在民主党推选罗斯福为他们的总统候选人后，股票市场见底，这难道纯属巧合？1932年6月共和党和民主党召开全国大会选择各自的总统候选人。共和党支持现任总统赫伯特·胡佛。对两党总统候选人来说，最迫切的问题就是如何修正禁酒令。当时民众公开违反法律，酿酒业存在有组织的犯罪

今日最低交易手续费交易 理财中 商务股票指标网站开户 零佣金 不限交易量及交易品种申请交易所手续费
任何地方登陆即可使用 10倍转佣金 联系QQ微信 4582.8088 期货开户及交易 交易所 http www the p.net

活动，采取温和的立场似乎能够帮助赢得大选。在民主党大会上，富兰克林·罗斯福是获得提名的最佳人选。但是他的竞选活动管理班子很糟糕，尽管6月27日就开始举行大会，但是直到7月1日仍然没有结果。7月2日《华尔街日报》专门报道了民主党陷入僵局的问题，并描述了市场投资者的兴奋之情。

前三轮投票表决的结果就是陷入僵局，人们认为投资者也许支持在妥协情况下产生的候选人，参加竞选需要大笔经费，罗斯福州长逐渐丧失优势。

根据《华尔街日报》的评论，罗斯福当选总统将压低而不是抬高证券市场价格。尽管市场热衷于支持在妥协情况下所产生的候选人，但是当次日罗斯福发表接受提名的演讲时，人们的梦想破灭了。因此从7月2日开始罗斯福成为新总统的可能性越来越大。公众对市场大萧条怨声载道，这可能导致政府的更迭。约翰·南希·加纳是副总统候选人，他表示如果民主党实行"原地踏步和沉默寡言"的政策，那么就会赢得总统大选。当然共和党希望大众不要因为市场大萧条而谴责现任总统，对此《华尔街日报》的分析讨论显得苍白无力。

7月14日：1932年的总统大选是1916年以来最充满变数的一次。尽管有些党派费尽心思分析各种可能性，但仍无法得出像样的结论。但是与选民沟通后我们就会发现，人们对民主党候选人及民主党领袖感到更加愤怒。国家试图接受新的人选和新的措施。但是决定选举结果的因素并未要求采取激进主义或更高级的自由主义，而这正是罗斯福州长及其同僚努力的方向。

但是《华尔街日报》的其他文章反驳了以上乐观主义的想法：

6月15日：保布森统计机构所进行的国民政治立场调查结果表明，60%的国民支持民主党，剩下的40%支持共和党，但是最近风向有所转变，选民开始支持胡佛总统。

8月23日：在过去的几周内胡佛总统连任的机率大增。但这并不意味着胡佛已经领先于他的民主党竞争对手富兰克林·罗斯福。

8月30日：当民意调查显示70%的民众支持罗斯福州长竞选总统，洛杉矶共和党俱乐部决定放弃聚餐及集会活动。

9月1日：罗斯福能够取得胜利。

在大选结果公布之前的4个月，所有事情都是不确定的。但是1932年夏有明显的迹象表明罗斯福极有可能是美国下一任总统。历史记录表明，罗斯福成为候选人并极有可能当选与美国证券市场见底不谋而合。在成为民主党候选人之前，政府债券价格、批发价格和公司债券市场已经开始上涨，罗斯福当选总统之后这个态势仍在延续。证券市场对7月1日罗斯福失败的新闻做出正面回应，这说明金融市场开始恢复正常与罗斯福获得胜利的可能性越来越大完全吻合。1932年夏人们尚不知道罗斯福能给商业带来什么变化。在竞选总统的过程中，他的团队释放出两个完全不同的信息。一方面罗斯福和他的妻子声称进行激进的结构性改革，《华尔街日报》摘文如下：

5月23日：在亚特兰大奥格尔索普大学发表的演讲中，罗斯福州长要求进行大胆的改革，以便实现国民收入的再分配。他宣称未来资本能够获得小额回报，如果当代系统能够存活下来，那么工人阶级的报酬就要成比例地增长。

7月9日：在纽约州肖托夸发表的演讲中，候选总统富兰克林·罗斯福的夫人认为大企业过度集权是造成经济萧条的原因之一，这就说明农业、工业、贸易以及世界贸易中的所有国家都是相互依存的。

另一方面罗斯福强调保持预算平衡，批评胡佛总统过度开支，10月19日他在匹兹堡承诺削减25%的政府开支，所以罗斯福支持再分配国民收入，但与此同时他却要削减政府开支。1932年5月罗斯福提出“大胆改革”和“国民收入再分配”的政策之后，我们发现这些政策都很保守。

1932年总统竞选的困境是，罗斯福反对开支、反对预算失衡和日益膨胀的官僚主义，而胡佛坚持赤字开支和进行改革试验——似乎所有言论开始混淆视听了。

市场是否真的需要罗斯福当选总统之后实行自由主义或激进主义？在民主党全国大会召开前夕，担保信托公司在一份递呈给客户的报告中认为：“总统竞选是一个不和谐的音符。很多承诺都是虚无缥缈的，对实体经济的影响微乎其微。”根据当时担保信托公司的分析报告，罗斯福当选对金融市场没有实质性的影响。

当然很难在金融市场里区分原因和结果，有充分的证据表明，罗斯福可能当选总统并不是导致1932年7月出现证券牛市的关键原因。实际上

全国最低交易手续费定价外汇期货现货开户 零佣金 不限点位 期权 交易 直接申请交易所手续费
开户地址 请看我们官网 价格保证最低 咨询QQ 95621 8088 期货开户 ...www.iheip.net

11 月罗斯福当选总统时，牛市就开始停滞不前，并一直持续到 3 月的就职典礼。在此期间罗斯福的政策及其坚持金本位制的承诺都有很大的不确定性。在第三部分我们将看到，市场发现罗斯福采取了一些非常激进的措施，但是这并未阻止美国史上一个最大规模证券牛市的出现。

与其他熊市相比，1929 年至 1932 年的熊市有着明显的差别。市场下跌 89%，而在 1857 年和 1907 年恐慌时期，市场才仅仅下跌了 45%。与 1921 年类似，证券价格持续下跌，最终证券价格等于重置成本的 30%。与 1921 年夏市场见底相比，1932 年 7 月证券市场见底具有类似的特征，但两者之间也有些许差异。当熊市开始后，美联储开始降低贴现率。另一个主要差异是，1932 年经济和价格的反弹未能持久。但是道指仍然高于 1932 年 7 月的水平，在接下来的 5 年里投资者获得了丰厚的回报。尽管 1921 年和 1932 年熊市的诱因不同，但是熊市见底的信号表明熊市已经离去，牛市应运而生。当下次市场见底时，罗斯福新政已经改变了美国的经济结构，而且也已经放弃了金本位制。在这种环境下，这些信号能否再次预见熊市变为牛市？

全区最低交易手续费佣金 港国内 可在全国股指点开户 需要的 不限资金量以交易量高度申请交易所手续费
任何证券商都可以提供 10倍点差优惠 客服QQ或电话 4582.8088 期货开户点击上载链接 http www the p.net



第三部分

“即将迎来史上最长的一次牛市”

（1949 年 6 月）

他与一位微胖的推销客人坐在一起，两人有一句没一句地搭讪起来。

后来那个客人干脆把报纸放在一旁，跟他说：“现在市场的形势如何？”

“势头不错，应该还会涨。”

“太好了。我想把我那点儿钱投进去，但我觉得不能有太大的风险。你知道投资哪种股票风险小吗？比如说看涨的股票。”

罗伯特·霍顿（Robert Holton）说：“嗯，这不好说。铁业股票发展不错。”对于这种问题，他的答案始终只有这一个。没有人在乎他说了什么。他们只会口耳相传，说什么一个华尔街的朋友告诉他们去买铁业股票，但他们觉得现在并不是很好的进仓时机。

突然，这个客人问：“你以前当过兵吗？”

罗伯特·霍顿点了点头。

“退役多久了？”

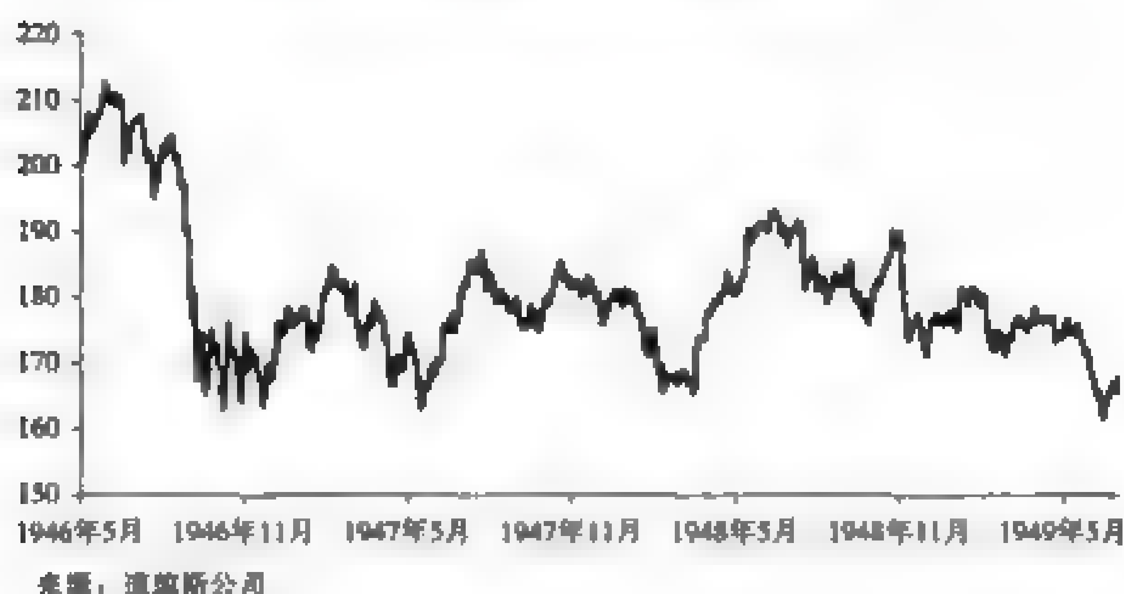
“一年多了。”

——戈尔·维达尔（Gore Vidal）《在黄叶林中》（*In a Yellow Wood*）

导读

Anatomy of the Bear

○ 1946 年 5 月至 1949 年 7 月道琼斯工业平均指数



来源：道琼斯公司

我们认为股市中有四个最佳购买时期，排在第一的是 1932 年 7 月，而第二个就是 1949 年 6 月。虽说如此，但在 1942 年之前，道琼斯工业平均指数就已经大幅下跌。假设一位投资者的投资期限为 40 年，那么 1949 年 6 月就是他购买股票的最佳时期，因为他可以在 1982 年至 1989 年的牛市中获益。但这并不是说应该忽视 1942 年 4 月的熊市见底，这个谷底属于少数几个 q 值低于 0.3 倍的时期之一，因此它具有进一步研究的价值。在 20 世纪 40 年代整整 10 年的时间里，股价完全低于公允价值，投资者们手足无措，再加上经济处于萧条时期，这就造成了股票市场的不景气。那么投资者们何以确信，1949 年之后美国将迎来有史以来最长的一次牛市？正如我们所见，他们已经在 1921 年和 1932 年熊市见底时总结出了很多经验教训，熊市见底也就暗示着股价和估值将会回升。

第 7 章

迈向 1949 年 6 月：

市场的起伏与投资者的冷漠

1949 年的形势与 1932 年截然不同。1932 年希特勒未能成功当选德国总统，1945 年他开枪自杀，有5 500万人死于那次世界上最血腥的战争。当时美国已经开始增加军事力量，1932 年军队人数为 25 万，而 1945 年军队人数已超过1 200万，其中有 30 万人为国捐躯。

1949 年1 000多万美国军人退伍，并开始寻找工作。在当时的财政条件下，政府开始更多地介入到经济当中，投资者再一次成为政府债券的主要持有者。

战后初期，股市如一潭死水。纽约证券交易所的日股票换手额经常会低于 50 万美元，公众的投机热情主要集中在房地产股票。

1949 年夏天酷热的天气再次打消了人们投资股市的念头。1949 年 6 月 13 日道琼斯工业平均指数达到了战后最低点，《纽约时报》的大标题显示，"150 万人到海滩避暑，气温达到了 89.1 华氏度，只比最高纪录低 0.7 华氏度"。3 天之后纽约人杰克·拉·玛塔（Jake La Motta）在底特律世界拳击重量级比赛中夺冠，与此同时吉恩·凯利（Gene Kelly）和弗兰克·西纳特拉（Frank Sinatra）在曼哈顿岛拍摄电影《锦城春色》。

1932 年 7 月开始的大牛市一直持续到 1937 年 3 月。在这期间道琼斯工业平均指数从 41.22 上升到顶点 194.15。在 1932 年至 1949 年期间，1937 年以后的资本收益率再也没有上升。直到 1945 年 12 月道琼斯工业平均指数才超过 1937 年的最高点，此外从 1937 年 3 月 6 日到 1949 年熊市见底，它维持在 1937 年最高点之上的时间总共只有 32 周。1946 年 5 月指数最高达到 212.5，但仍比 1937 年的最高点低 10%。随后股市进入熊市时期，当道琼斯工业平均指数在 1949 年 6 月 13 日跌到 161.6 这个最低点时，熊市也跌至谷底。在这期间月平均成交量在很大程度上反映出投资者观点的转变。（见图 7—1）

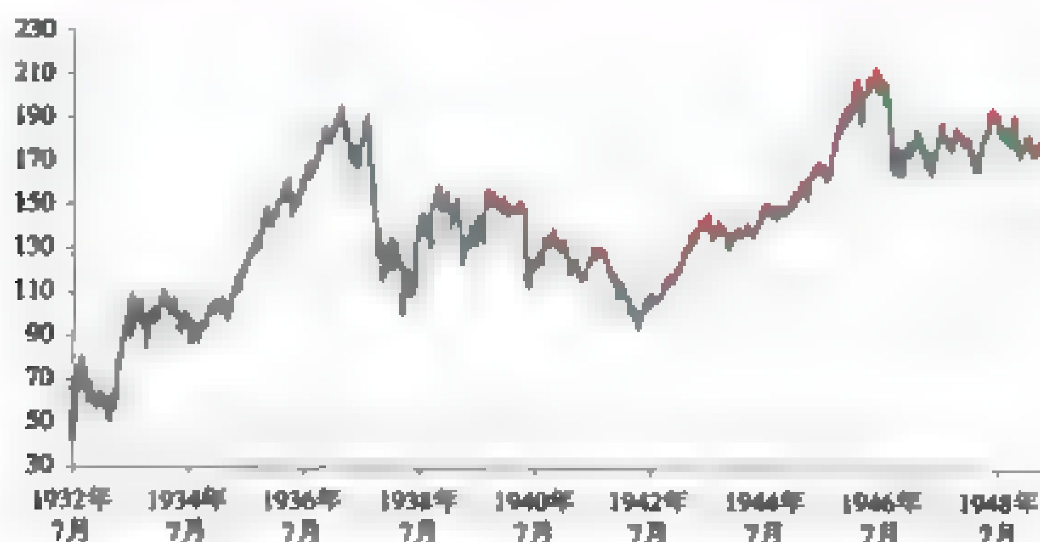


图 7—1　1932 年 7 月至 1949 年 7 月的道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

成交量的大幅下跌表明投资者投资股市的兴趣开始减弱。从 1929 年的日最高成交量到 1942 年的日最低成交量，纽约证券交易所的成交量下降了 99%。1932 年熊市已经跌至谷底，而 1942 年总交易量仍比 1932 年低 70%。1949 年纽约证券交易所股票交易额也低于 1901 年的水平。尽管市场价值的下降对成交量有一定的影响，但更进一步影响成交量的因素是投资兴趣的下降。1929 年股票总交易量是纽约证券交易所发行股票数的 119%。在 1921 年和 1932 年的熊市中，换手率分别为 59% 和 32%，直到 1937 年市场换手率才达到 30%。然而 1942 年成交量只达到所有发行股票数的 9%，1949 年这个比例也只增加到 13% 而已。从市场行为可以得出，与 1949 年相比，在经济不景气时期投资者表现得更加冷漠。尽管 1949 年纽约证券交易所发行的股票市值超过了 1929 年末的水平，但几乎没有人对此感兴趣。（见图 7—2）

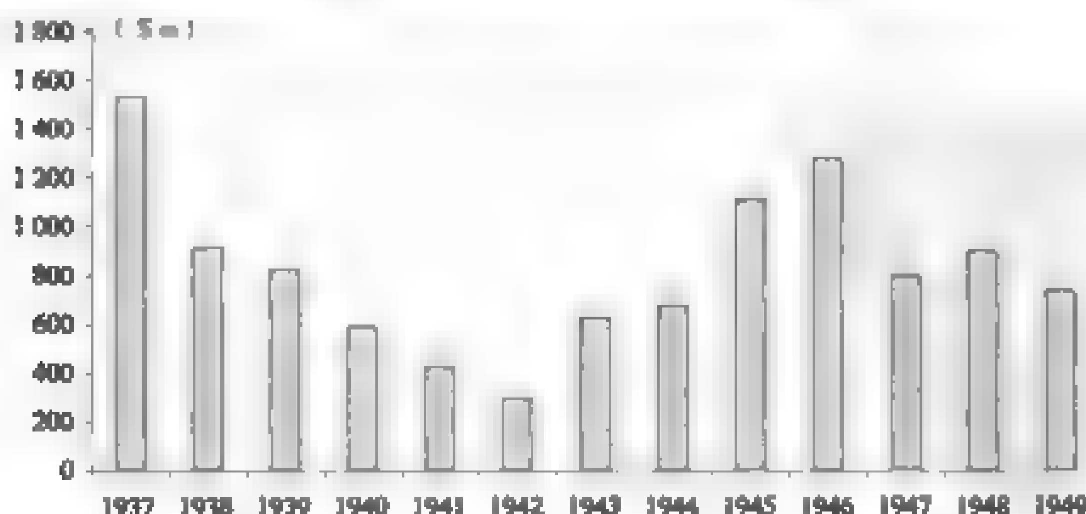


图 7—2　1937 年至 1949 年纽约证券交易所股票交易的月均值（百万美元）
来源：纽约证券交易所

全国最低交易手续费……开户……QQ……4582.8088……www……

长期的低收益率以及股市和经济的繁荣假象所带来的恐慌是股市中自信危机产生的根本原因。尽管在1932年至1937年的牛市中投资者的热情重新复燃，然而经济的不景气和股市的周期性复苏再次打消了投资者对股市长期前景的信心。不出所料，二战期间交易量锐减。在1942年最糟糕的一天中，交易额只达到了206 680美元。从1945年8月15日（抗日战争胜利纪念日）至1946年，投资者的兴趣重新被调动起来，然而随着熊市收益率的下降，成交量再次大幅下降。

纽约证券交易所会员会费的降低（见表7—1）表明，投资者们对股市的激情正在逐渐减弱。

表7—1　　1932年至1949年纽约证券交易所的会费

年份	最高会费	最低会费
[illegible]	[illegible]	[illegible]
1933	$250 000	$90 000
1934	$190 000	$70 000
1935	$140 000	$65 000
1936	$174 000	$89 000
1937	$134 000	$61 000
1938	$85 000	$51 000
1939	$70 000	$51 000
1940	$60 000	$33 000
1941	$35 000	$19 000
1942	$30 000	$17 000
1943	$48 000	$27 000
1944	$75 000	$40 000
1945	$95 000	$49 000
1946	$97 000	$61 000
1947	$70 000	$50 000
1948	$68 000	$46 000
1949	$49 000	$35 000

来源：纽约证券交易所

尽管道琼斯工业平均指数在1932年跌至谷底，但这只是纽约证券交易所席位"熊市"的初级阶段。从1929年的最高费用到1932年的最低费

用，交易席位的价格几乎下降了90%——几乎与市场下跌的幅度一致。然而从1932年到1942年，道琼斯工业平均指数上涨了一倍，而交易席位的价格进一步下降了75%。1929年交易席位的价格为49.5万美元，而1942年下降到了1.7万美元，此后1942年至1946年价格有所回升，然而1949年又跌至谷底。纽约证券交易所交易席位价格的长期下跌进一步表明，投资者对股市表现得更加冷漠，而这种状态一直持续到经济萧条期结束。

据记载，投资者对股市中长期资本收益率的关心程度开始增加。1949年道琼斯工业平均指数上升到1926年的最高水平。而在1949年6月13日，道琼斯平均指数仍比1929年9月以前20年中的最高点低57%。1932年到1949年熊市见底期间分别出现了两个牛市和两个熊市。

1949年的道琼斯工业平均指数高于1942年的水平，那我们为什么还要回顾1942年至1946年的牛市以及1946年至1949年的熊市呢？难道这表明牛市开始于1942年吗？从某种角度来说的确如此，因为1942年4月是少数几个q值低于0.3倍的时期之一。然而我们是根据估值，尤其是随后的收益率判断熊市见底的时点。1949年之后的长期收益率明显超过1942年后的收益率，而1949年6月的q值也低于0.3倍。因此对于选择长期投资的投资者来说，与1942年相比，1949年才是最佳投资时期。

道琼斯指数：1932—1937

在美国历史中，1932年7月至1937年3月的牛市是最大的牛市之一。在此期间，GDP平减指数最多增加了11%，而道琼斯工业平均指数却上涨了370%（见图7—3）。此外1932年投资者获得的红利比1937年增加了60%。1932年7月熊市见底时购入股票的投资者可以获得10%的股息率，同时也可以收获丰厚的资本收益。1933年以来金融系统清偿能力的提高再次使1932年至1937年的牛市得以巩固。同时金融系统重新趋于稳定也把股价估值推向了更加正常的水平。国家从破产的边缘走向稳定，在很大程度上与经济和公司盈利的回升有关。按市值计算，从1933年的经济低谷到1937年的顶峰，国民生产净值以每年12%的速度增加。在美国，这种经济增长速度是前所未有的。此外收益成长率也表现出更多的活力。从1932年最低点到1937年，标准普尔综合指数的收益率增加了176%，这几乎比GDP的增加速度快了3倍。

图 7—3　1932 年 7 月至 1937 年 7 月道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

尽管经济增长出现有力的反弹，但这个系统本身所具有的充足能量使通货膨胀保持在低水平，利率也随着这次空前的经济扩张而有所下降。因此这对股价形成了强有力的积极影响——收益率和红利大幅增加，而利率却不断下降。

然而收益率和红利具有很大的回升动力，但这个动力并不足以使它们达到新高点。尽管 1932 年至 1937 年的收益率增加了 176%，但标准普尔的数据说明，1937 年的市场收益仍低于 1929 年、1928 年、1926 年、1925 年、1917 年和 1916 年的报表收益。1937 年市场收益和红利的最高值分别比 1929 年的最高值低 30% 和 49%。1937 年 3 月的市场最高点也仍比 1929 年 8 月的最高点低 49%。

因此尽管这可能是美国历史上长达 5 年的大牛市之一，但只有在 1928 年 3 月之前或 1930 年 10 月之后购买股票的投资者才可能获得一定的资本收益。1932 年 7 月熊市谷底时购买股票的投资者是最幸运的，因为在不到 5 年的时间里道琼斯工业平均指数已经上涨了 376%。收益率大幅增加，利率也不断下滑，股价也毫无疑问地从 1932 年的低估值大幅上涨。然而这些强大的动力同时也抑制了美国资本主义的消极发展。

在 1932 年至 1937 年大牛市期间，许多华尔街评论家经常会提及美国的“社会主义”。1932 年下半年这些消极因素已经使股价开始下跌。

尽管道琼斯工业平均指数在 1932 年 7 月跌至谷底，但经济的复苏在 9 月才开始逐渐减弱。当时投资者们认为这种状况在很大程度上是由越来越多的不确定性导致的，而这些不确定性又是因富兰克林·罗斯福而产生

的。1932 年 9 月这种观点看似正确，而 11 月 8 日这种观点得到了人们更多的认同。在美国历史上，3 月 4 日美国总统宣誓就职。因此有很长一段时间是由“任期将满的总统”进行管理，在此期间投资者对罗斯福的政策进行了各种猜测。人们越来越认为，富兰克林·罗斯福会使美元与金本位脱钩，而这位总统当选人也并未对这种传闻予以否定。在美国经济第一次进入萧条时期时，美国民众开始卖掉美元转而购买黄金，资金流动性再一次开始紧缩。

在这个过渡期，经济复苏、物价稳定和债券价格的回升都已成过眼云烟。此外 1932 年 11 月到 1933 年 3 月第三次银行危机再次爆发。1932 年 10 月内华达州宣布银行休假，而艾奥瓦州、路易斯安那州和密歇根州分别在 1 月和 2 月发布了同样的消息。截至 1933 年 3 月 3 日，美国半数的州已经被迫宣布全州银行休假。

尽管此时经济几乎陷入瘫痪，而且道琼斯工业平均指数下跌 50 点，但仍比 1932 年 7 月的最低点高 10 点左右。虽然市场因罗斯福政策而陷入恐慌，但此时的股价仍高于 1932 年 7 月的最低点。从国家经济研究署得知，1933 年 3 月经济下降到最低点，只稍微低于 1932 年 6 月的水平，这个阶段已经为牛市的开始做好了充足的准备。

随着“新政”的提出，美国股市中的大牛市也同时出现了。截至 1933 年 3 月就职典礼，人们意识到美国金融机构和金融市场的确会发生重大的变化。在罗斯福的就职演讲上，他宣布：“如今，货币兑换商已从我们文明庙宇的高处落荒而逃。我们要以千古不变的真理来重建这座庙宇。”在几周内，罗斯福对于华尔街的问题采取措施，第一次立法行为《1933 年证券法》经议会通过，不久又提出了《1933 年银行法》、《1934 年证券交易法》、《1935 年银行法》和《1935 年公用事业控股公司法》。随着立法和规则的逐渐渗入，牛市进入了如火如荼的阶段。

在这个牛市期间，美国的货币基石（金本位）发生了重大的改变。早在罗斯福上任的第二天，他就暂停了黄金的出口。只有少数银行可以领取许可证，在 3 月和 4 月出口黄金。4 月 19 日他又签署了《托马斯农业调整法修正案》，它授予总统施行抑制通货膨胀权力。当美国放弃金本位时，国家预算局局长刘易斯·道格拉斯（Lewis Douglas）私下沉痛地表示：“西方文明就此终结。”罗斯福又宣布禁止私人储存黄金，美钞停止兑换黄金。直到 1934 年 1 月中旬，在国情咨文演说中这位总统才宣布重新使用金本位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品期货开户 零佣金 不限金额 各交易所直接申请交易编码手续费
仅为交易所收费 联系QQ ... www.7help.net

制。通过适当的授权立法，1 月底美元最后得以稳定。1933 年 3 月美国财政部兑换 1 盎司黄金需要 20.67 美元，但 1934 年 1 月就需要 35 美元。自从 1879 年以来，主要货币指标就与金融系统紧密相连，尽管货币指标发生了这样的变化，大多数学者也发出可怕的警告，但股市中的牛市仍持续存在。

公众相信立法会使金融市场更加安全并更加稳定，因此他们开始寻找经济萧条的替罪羊。当股市几乎要跌至谷底时，胡佛总统早已让议会调查股票交易所。1932 年 4 月参议院银行委员会召开了听证会，这就是由首席法律顾问费迪南德·皮科拉（Ferdinand Pecora）的名字命名的皮科拉听证会。截至 1934 年 5 月听证会已经占据新闻头条长达两年多的时间。在这个过程中，华尔街的罪行越来越明显，公众骂声连天。40 年代华尔街的大量操盘手被送进刑事法庭。而一些人直到 50 年代才被定罪，很多被怀疑操纵股市破产和经济萧条的人其实并未受到惩罚。尽管这些都已是众所周知的事情，但牛市还在继续。

1932 年至 1937 年美国少数人开始认为国家正在走向社会主义，而他们对金融市场的"抨击"也只限于意识形态。此后这种趋势越来越明显。随着对银行和金融市场逐渐增强的管理控制，政府设立了州级机构，提供私营部门无法提供的服务。

州级机构对私营部门的蚕食进度开始加快：1932 年联邦住宅贷款银行建立，1933 年房屋业主贷款机构成立，1933 年田纳西河流域管理局成立，1934 年联邦农业抵押公司成立等。经罗斯福的大规模扩建，由胡佛创建的复兴银行公司已成为全球最大的公司。此外罗斯福又提出了全国最低工资标准，而随着社会安全税和其他政府措施的出现，劳动成本进一步提高。政府不断增加对经济的干涉，这导致财政赤字日益恶化。在罗斯福当政以前，美国政府报告中的最大财政赤字（战争资金除外）出现在 1837 年美国经济危机中，占国内生产总值的 0.7%。然而 1932 年赤字已经占国内生产总值的 4.7%，1934 年经济复苏期间赤字达到了最高点，占国内生产总值的 5.5%。

尽管财政赤字、新政和走向社会主义甚至未来共产主义的脚步使公众陷入恐慌，但股市牛市仍是生机勃勃。无论罗斯福政策对美国自由市场体系造成多少损伤（理论的或实际的），对股市来说金融体系稳定以及公司盈利和分红出现明显的回升才是最重要的。如果美国经济体系的功效受到

了某种结构损伤，股市并不会做出很大的反应。从股市的立场来看，没有比经济不断有力地回升更重要的事情。

道琼斯指数：1937—1942

经济开始了强有力的回升，截至 1937 年实际国内生产总值已超越了 1929 年的水平，但人口总数的增长致使人均国内生总值仍低于 1929 年的最高水平。即使 1937 年经济达到了顶峰，但失业率还是达到了 14.3%，并再次达到 1900 年至 1930 年最高失业人数的一半。当经济复苏似乎正处于初级阶段时，经济却开始反弹。经济复苏被扼杀在襁褓时期，这使投资者对商业周期的信心开始动摇。

人们无法确定，1937 年经济复苏的突然终止是否由财政或货币问题所导致，但很明显此次经济的下跌促使美联储在 1936 年 8 月上调了准备金率。

随着银行法的颁布实施，美联储获得了新的权力，它也因此利用这些权力把回购证券的差额从 25% 提高到 50%。商业银行系统的超额准备金率已达到很高的水平，再加上贷款经营不善，对美联储而言，提高准备金率是重新拉住货币“缰绳”的最佳途径。截至 1937 年批发价格仍在不断地增加，不断上涨的股市中也出现了投机问题。这可能导致美联储采取货币政策紧缩的方案。

金融市场处于低迷时期时，没有人意识到美联储的行为对经济行为产生负面的影响。对此美联储归咎于新的财政政策引起的经济紧缩。财政政策可能确实起到了一定的影响，财政赤字占国内生产总值的比率从 1936 年的 4.2% 下降到 1937 年的 2.8%。而另一个影响因素可能就是 1937 年初企业效益的直线下滑——这是由成本的增加，尤其是劳动成本的增加引起的。在华尔街，有些人无视商业规则，也因此成为经济停止回升的部分原因。无论美联储是否判断错误，道琼斯工业平均指数从 1937 年的最高点下跌至 1938 年的最低点，下跌了 1/3（见图 7—4），而标准普尔综合指数收益率近乎下降了 50%。

无论何种原因导致了经济萧条，经济还是在 1938 年 6 月跌至低谷，而这仅仅是在美联储第一次下调准备金率的两个月后。在经济复苏给就业带来积极影响之前，经济的大幅紧缩是极其异常的，而对那些期望经济持续

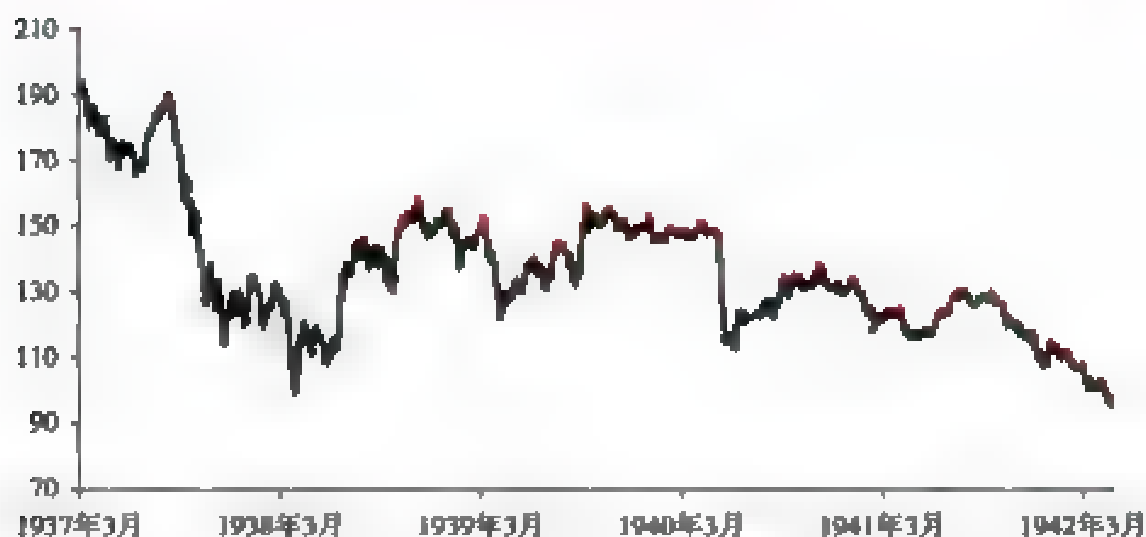


图 7—4　1937 年 3 月至 1942 年 5 月道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

扩张的人来说，当能力所限以及通货膨胀日益明显时，他们开始感到恐惧。在 1937 年 3 月 31 日后的 12 个月中，道琼斯工业平均指数下降了 49%，后退到了 1933 年年中的水平。股市的换手率表明，与经济萧条相比，此次令人无以应对的经济衰退引起了投资者们对股市这个投资媒介更大的消极情绪。

尽管经济从 1938 年 6 月开始回升，但股市中的熊市并未消失。股价并未随着公司盈利的回升而有所回升，这表明人们不相信经济可以回升到 1929 年初的正常水平。从 1938 年的最低点到 1941 年 12 月，标准普尔综合指数收益率翻了一番，但道琼斯工业平均指数仍原地踏步。投资者对经济的前景逐渐失去信心，因此收益率的强力回升仍无法带动股价的回升。

欧洲发生战事的可能性不断增加，这在很大程度上决定了金融前景。当然这并不是说股市会因为此次战争的前景而必然下跌。在英国向德国宣战的那天，华尔街并未出现抛售现象——事实恰恰相反。在 1939 年 9 月的前 8 个交易日中，随着德国横扫荷兰，道琼斯工业平均指数上涨了 15%。投资者牢记了一战期间美国的中立地位，1917 年外逃资本流进美国，欧洲购买美国的股票使投资者受益匪浅。此次这种积极影响会持续多久？随着德国获得战争胜利的趋势愈发明显，以及来自欧洲的物资订单不断减少，此时股市开始下滑。

1940 年 5 月 10 日希特勒德国对西欧发起闪电战，几天之内获得明显的成功。从 5 月 10 日到 5 月 25 日，荷兰和比利时投降，英军也开始

全国最低交易手续费究竟如何在网上开户，散户也能够有资格。不限资金，交易单向佣金万分之几的交易所手续费……详情咨询QQ：958218088 期货开户私募书籍下载网址 http://www.7help.net

从敦刻尔克撤退，而此时道琼斯工业平均指数下跌了23%。随着德国封锁欧洲资本，外逃资本也不断减少，美国只能接到英国的战争订单，然而就连这一丁点订单却还是要使用不可靠的信用来支付。截至5月底，引发1915年至1916年牛市的两个积极因素明显已经不会再次出现。

这次闪电战改变了一切，熊市下跌的速度开始加快。一战期间英国最初以现金、黄金和证券来订购物资。因此从1940年中到1941年3月，在欧洲战争期间流入美国的资本不断增加。随着美国持续实行金本位制度，这些资本流加快了货币增加的步伐。

在不列颠空战中，由于得到美国的黄金支撑，股市在一定程度上有所回升，但到1940年9月，随着美国把50艘退役的驱逐舰转让给英国，美国明显地被牵涉到这场战争中。从这时开始，现金结算逐渐被借据所替代，市场恐惧也开始增加。在1940年12月16日的广播演说中，罗斯福宣布美国将提供“租赁物资”给英国，这使美国在战争中的地位更加明显。1941年3月美国国会通过了租借法案。

在兑换物资时，同盟国以借贷或服务的形式来代替现金或黄金。股市因此而产生了消极反应。从1940年9月至1941年12月6日，随着租借的不断扩大，道琼斯工业平均指数下跌了14%。而战争也给美国带来另一个负面影响，那就是产生了直接的通胀压力。从1939年8月到1941年11月，随着原料需求的大量增加，批发价格也上涨了23%，包括美国在内的全球经济因这场战争而进入了突飞猛进的阶段。尽管在此期间美国仍处于中立地位，但战争已经迫使美国立法发生改变，而这会进一步削弱企业效益。

1941年9月1日美联储就采取行动抑制通货膨胀，并在“W条例”中强行限制消费信用贷款，其中规定了特定用品贷款的最低首付和最长期限。1941年11月1日美联储把准备金率提高到了25%。道琼斯工业平均指数后退到1938年的水平，但此后没有再下跌。

12月7日珍珠港事件结束了美国中立国的地位。1917年不断增加的军事干涉使股价大幅下跌。然而此次袭击与美国对德国的宣战或希特勒闪电战的胜利不同，它并未给股市带来积极的影响。自1940年9月以来市场不断下滑，而1942年4月28日股市进一步下跌20%后而直接触底。

然而40年代并不是购买股票的最佳时机，因为这期间又出现了一个牛市和一个熊市。如果投资者仍把q值作为判断极端低估值的指标，那么他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品期货账户开户 零佣金 不限资金规模 交易量直接申请交易所手续费
任何地方都可以办理 10倍保证金 咨询QQ 956218088 期货开户及书籍下载网址 http://www.7help.net

们就会发现，1942 年 4 月股票的交易价格比面值低 30%。这种低估值水平只在 1921 年和 1932 年出现过。1942 年出现了 1932 年至 1949 年之间的第二个牛市，截至 1946 年 5 月道琼斯工业平均指数上涨了 128%。

道琼斯指数：1942—1946

1942 年 4 月熊市见底（见图 7—5），而恰好此时美国的金融大厦发生了很大的改变，而美国在菲律宾的军事行动也惨遭失败。

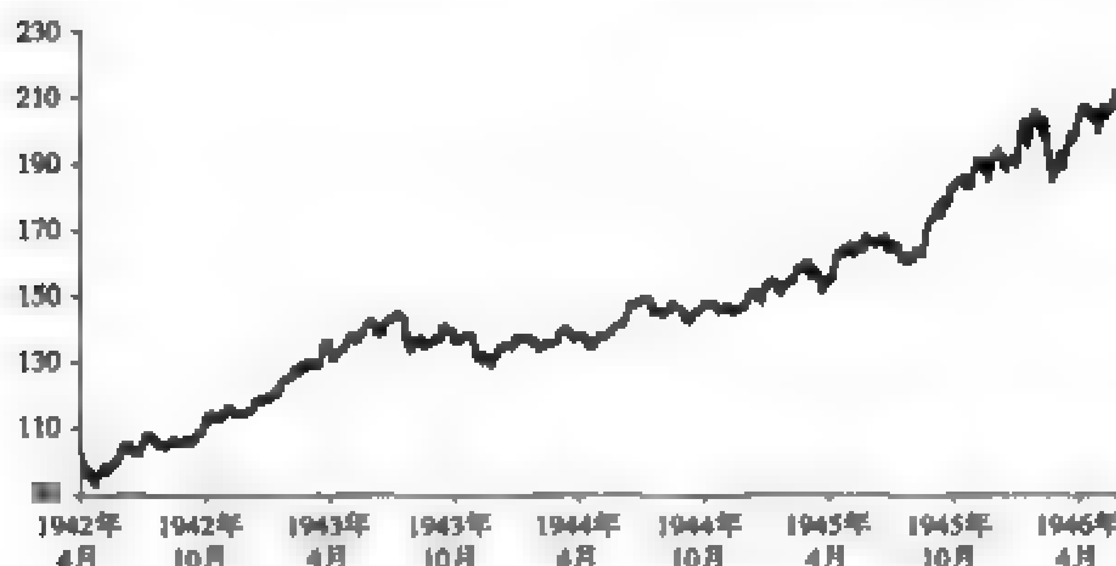


图 7—5　1942 年 4 月至 1946 年 5 月道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

1917 年美联储放弃了所有金融目标，进一步为战争供给资金。1942 年 4 月美联储宣布，它会通过市场调整把短期国库券利率固定在 0.375%（见表 7—2）。当然这个利率在战争期间并不会改变。事实上直到 1951 年 3 月干预经济政策的某些形式仍然存在。尽管美联储只在短期国库券市场采取明显的干预行为，而事实上它的行为已经导致联邦债务收益率直线下滑。美联储之所以采取这些行动，是因为这会鼓励那些不会在高利率时期投机的投资者购买战争债券，以此增加对战争的供给资金。其实长期政府债券的最高利率为 2.5%。因此利率上限一定会使收益率曲线向下倾斜，这也是 1942 年 4 月前市场的表现。毫无疑问投资者与商业银行走向了市场的谷底，战争的存在导致资本并未陷入损失的风险，而短期国库券的所有权却逐渐回到美联储的手里。用当时马瑞纳·伊寇斯（Marriner Eccles）主席的话来说，美联储"仅仅是执行了财政部的决定"。

全国最低交易手续费开户……4582.8088……http://www……

表 7—2　　二战期间政府国库券的实际收益

短期国库券	0.375%
年期公债	0.875%
中期债券	2.0%
长期债券	2.25%
25 年至 30 年债券	2.50%

来源：西德尼·霍默（Sidney Homer）和理查德·西拉（Richard Sylla）《利率的历史》（*A History of Interest Rates*）

二战期间为了销售政府债券并支撑债券价格，美联储投入了大量资金。美联储通过使用自己的账户购入债券，使商业银行的准备金得以增加。而与一战不同，商业银行此时无需贷款，而是利用增加的准备金直接购买政府债券。在 1941 年至 1945 年之间，财政部发行了 7 次战争债券，虽然资金有了大量的增加，但收益率却并未大幅上涨，这很大程度上是因为合规商业银行购买了部分债券。随着美联储开始干预资金交易市场，利率逐渐上升，财政出现严重的赤字，但唯独经济没有出现强力发展的迹象。资金交易市场的低利率也阻碍了其他利率的提高。从 1942 年 4 月优等公司债券的月平均利率跌到 2.63% 以下，在 1942 年至 1946 年之间平均利率为 2.55%。

从 1939 年至 1941 年通货膨胀日益严重，而债券利率也一直维持在低位，而 1942 年的股市收益率已经超过了 11%，这会给投资者带来更好的机遇，因此投资者自然而然地把注意力转向了股市。虽然说债券可以给投资者带来固定的收益，但投身股市的投资者通常希望红利持续增加。

固定利率证券的低收益率和不断恶化的通货膨胀使许多投资者意识到，股票才是最合适的长期投资工具。然而投资者还是低估了 1942 年股市的强劲动力。从 1941 年 11 月至 1945 年 8 月年均通货膨胀率为 4%，而这也是对部分商品和供应进行物价控制后才得出的结果。如果没有物价控制，通货膨胀无疑会达到更高的水平（1942 年 1 月开始进行控制）。而对于那些在"黑市"购买商品的人来说，通货膨胀会比报告水平还要高。固定利率债券的实际购买量更少，这说明对投资者来说股市具有更大的吸引力。

尽管政府提升债券价格使股市的前景一片光明，但战时的金融状况却

全国最低交易手续费……期货开户……www.7help.net

带来了其他消极因素。一战期间美国通过发行债务债券的形式参与战争。然而在二战时期美国正处于大萧条时期，联邦债务水平比 1917 年的水平还要高。此次政府果断地把战争的负担更多地转移到纳税人身上。从 1941 年到 1945 年，税票占国内生产总值的百分比从 7% 增加到 21%。对收人等于或大于 100 万美元的人来说，个人所得税率最高达到 90%，而在一战期间只有 66.3% 左右。税率的大幅提高把股票带到了逆境当中。

对股票来说，另一个障碍就是从 1942 年到 1946 年之间公司盈利的增长速度放缓。尽管在二战期间美国企业期望获得丰厚的利润，但事与愿违。战时美国政府采取了多种行政手段来控制物价，而事实上这限制了企业利润率的增长。物资和资金通过市场回到官僚的手里。对战时生产委员会、战时劳工局和物价管理局来说，企业利润率并不受限于供需法则，他们只是为战争提供需求。当然一战期间美国政府也想获得税收和暴利，因此企业税率也不断升高。从 1940 年至 1942 年，企业税率从 19% 增加到了 40%，而超额利润税在 1940 年和 1943 年分别达到了 50% 和 95%。因此从 1942 年至 1946 年，标准普尔综合指数盈余和分红基本上没有改变。

从 1942 年到 1946 年，固定利率债券的实际利率一直很低，而此时股票估值的不断增加使此时的牛市不断深化。

尽管估值的增加可能在一定程度上反映出美国在战争中有所进展，但事实表明，这种影响是微乎其微的。1942 年 4 月 9 日是美国战争低迷的时候，因为此时美国派去菲律宾的军队在巴丹投降，随后 5 月 6 日军队又在克雷吉多尔岛投降。4 月 28 日道琼斯工业平均指数已经跌至谷底。6 月初战事已经进入有利阶段，中途岛海战使太平洋战争出现转折。8 月美国转守为攻，把部队驻扎在瓜达康纳尔岛。1942 年 11 月在阿拉曼，盟军在对抗德国和意大利的战争中取得胜利，战争态势发生了重大改变。同时 11 月的斯大林格勒战役中，苏联采取反攻，包围了希特勒的第六军团。

1942 年至 1946 年的牛市在此迈出了第一步，并持续到 1943 年 7 月。尽管战争态势朝有利的方向发展，但道琼斯工业平均指数并未随着胜利的即将到来而出现稳定的上涨。从 1943 年 7 月到 1944 年 12 月底，盟国解放了西西里岛、罗马、罗马尼亚、巴黎、布鲁塞尔、安特卫普、雅典、威克岛、塞班岛、关岛和莱特岛，道琼斯工业平均指数在此期间也开始横向盘

全国最低交易手续费免费 现国内 可免费股指期权期货开户 操作简单 不限次交易单批交易量也在申请交易所手续费
任何地方都可以找到我们 10倍期货杠杆 客服QQ微信 4582.8088 期货开户补贴 地址 http www.he.p.net

整。1944 年 12 月盟国军队从西部进入德国，苏联从德国东部发起攻势，但道琼斯工业平均指数自从上年度开始就没有变动。此时苏联军队距离柏林只有1 000英里，而其他盟国军队仍聚集在英国多佛。

尽管胜利不断地走近，但直到 1945 年初牛市才真正开始加快脚步。即便如此，自 1945 年 2 月以来，经济紧缩还是使股市举步维艰。经济下滑限制了股价的上涨，而保证金的增加（在 1945 年 2 月从 40% 增加到 50%，7 月又增加到 75%）也成为一个阻碍因素。尽管经济紧缩持续到 10 月，但是从日本投降开始，股价就开始大幅上涨。

当局意识到过度投机的可能性，因此 1946 年 1 月股票的保证金从 75% 增加到 100%。1946 年 1 月 2 日佩因·韦伯证券投资公司哈里·科默（Harry D. Comer）总结了美股看涨的原因。

超额利润税的取消在很大程度上提升了工业公司的净收益——比 1945 年增加了 30%……总分红也随着盈利的增加而有所增加。战争期间股票持有者的分红是有限的，而 1946 年资产负债表状况的改善将使分红政策更加开放。

因受盈余和分红乐观形势的支撑，牛市一直持续到 1946 年 5 月，最后超过了 1937 年的最高点，并接近 1928 年 7 月至 1930 年 9 月的最高水平，而此次道琼斯工业平均指数的最高点仍低于 1929 年 9 月的最高点 44%。

道琼斯指数：1946—1949

消费者需求受到抑制，公司税率也回归到正常水平。1946 年投资者纷纷买空，因为经济见底时他们看到了股票的价值。其实经济已经从 1945 年的不景气阶段开始有力地回升。然而那些买空的投资者仍然记得，1918 年后的 12 个月里，战后的兴奋感使通货膨胀剧增，而随后也出现了美国历史中最严重的通货紧缩，从而导致股市中出现了恶劣的熊市。他们甚至还记得，内战后国家对通货紧缩所做出的调整。如我们所见，牛市的第一步从 1942 年的黑暗时刻开始，持续了一年直到日本投降，然而 1946 年夏末，买空活动占据了市场（见图 7—6）。

1946 年 8 月底和 9 月初的指数下滑了 17%，这是 1940 年 5 月闪电战以来股价下降幅度最大的一次。1946 年 8 月 30 日《华尔街日报》对这种现象产生的原因进行了清晰地说明。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品期货股指期货开户 客服QQ：不限资金 可享交易所手续费 ……咨询QQ：956218088 期货开户书籍下载网址：http://www.7help.net

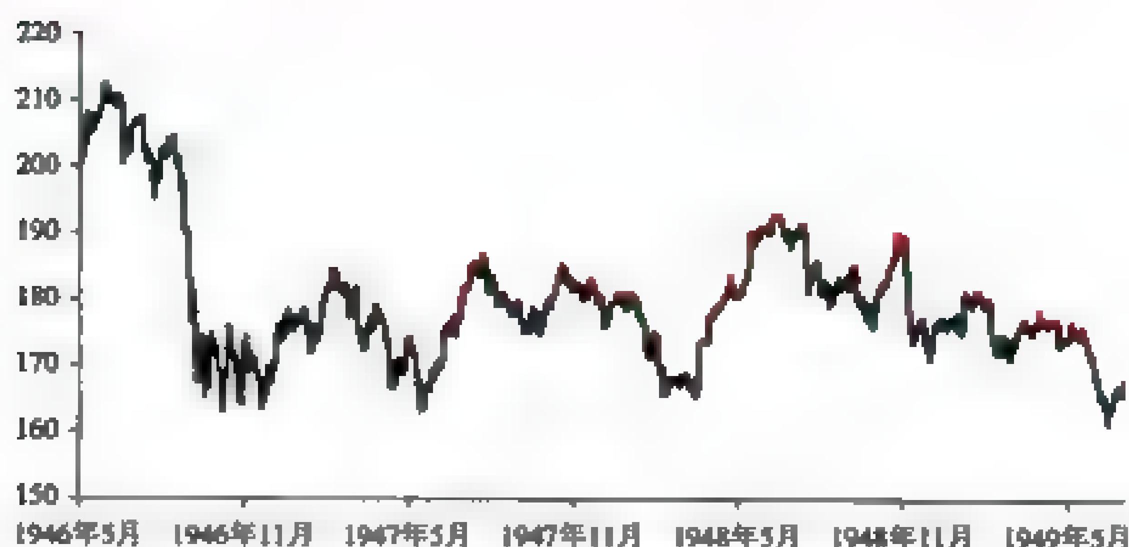


图7—6 1946年5月至1949年7月道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

勒威桑公司的罗伯特·拜菲尔德（Robert S. Byfield）对此次股价的下跌的原因列出了以下几点：（1）立法机关与物价管理局之间存在矛盾；（2）市场无法立即消化新发行的债券；（3）利率已经达到最低点，并持续原地踏步。

在8月和9月间，投资者担心杜鲁门总统会因为6月经济的后退而延长物价管理局的战时物价控制政策。因为这种做法会再次减少企业利润率。最后短暂的"紧急延期"在1946年11月就结束了，杜鲁门总统并未实现自己的目标。此外多种因素导致市场进入低迷时期。薪资上涨一直是人们最关注的问题。许多人认为，1920年至1921年间的恶性通货紧缩会再次出现，而通货膨胀的现状也就可以得到克服。然而在1949年1月5日的国情咨文演讲中，杜鲁门承认艰难的时候可能就要到来。他说："我们无法在战后膨胀中一直坚持下去。"恐怖的战后调整似乎就要出现了。在《用头脑赚钱》（*Money of the Mind*）一书中，詹姆斯·格兰特（James Grant）提到，1920年至1921年的通货紧缩影响了一位著名的商人——蒙哥马利百货公司的史威尔·艾佛瑞（Sewell Avery）对1949年经济的观点。

当蒙哥马利百货公司一位经济学家拿着一张19世纪初至今的物价表时，主席对此进行了仔细地分析研究。物价周而复始地升升降降。在战时的通货膨胀中价格上升，而在战后的通货紧缩中价格下降。1919年至1920年这种形式一直重复出现……对艾佛瑞而言，战后经济萧条是一个必然的结果。他一直在反问："我怎能与历史争辩呢？"

然而艾佛瑞错了，通货紧缩并未到来，他大量持有政府债券而没有投资自己的事业，这种决定简直就是一种灾难。然而1949年大多数评论家认为，1919年至1920年的形势还会出现，战后通胀率越高，价格修正就会越明显。事后看来，当代的评论家提及的各种因素中，通货膨胀和利率的增加明显是1946年至1949年熊市出现的主要原因。恐惧来自于通货紧缩而不是通货膨胀，对大多数投资者而言这并不稀奇。

1946年至1949年通货膨胀给房地产带来的压力越来越大。1946年可能再次出现类似于1919年的价格爆发性增长。1946年上半年随着价格风暴的来袭，薪资水平也大幅上升。1月和2月的罢工时间超过了1943年与1944年的总和。当物价控制政策被解除后，1946年以后通货膨胀不可避免地大幅上升。1946下半年批发价格指数上涨了32%。一些人认为，经济结构的改变会使通货膨胀制度化。经济成分确实已经发生改变，政府部门的支出占了GDP的15%，而20年代末这个比例只有3%。投资者不禁要问，是物价的一次性向上调整，还是结构的变化使通货膨胀具有结构性？

随着政府的权力增加，劳动力也开始增加。经济结构的变化会导致通货膨胀根深蒂固吗？工会的好斗性表明，截至1949年非农工会成员占全体员工比率已经从1932年的13%增加到了33%。他们如此恢意，以至于要求在新的就业合同中把罗斯福的生日作为一个节假日。

与史威尔·艾佛瑞相反的观点认为，战后经济结构的变化会导致通货膨胀制度化。尽管大多数人觉得战后应该出现通货紧缩，而股价也会下降，但只有少数人认为通货膨胀进入了“新时代”。在还没达到要做较大价格调整的程度之前，通货膨胀的增加预示着某些事情就要发生改变。在1946年的《就业法案》中，保证“就业最大化”的条文表明，战后通货膨胀的前景与1919年完全不同。此外1946年没有任何的迹象可以说明金本位制（被习惯认为是抵御通货膨胀的堡垒）会重现。1944年7月新国际货币协定在布雷顿森林签订，其主要核心就是要避免通货紧缩的出现。面对这一事实，投资者认为在这个商业周期中，通货膨胀会比在金本位体制下更加严重。尽管体制发生变化，但投资者仍预期战后会出现与一战之后相似的通货紧缩。利率不断上升，而破产似乎即将到来，1949年初道琼斯工业平均指数下跌所持续的时间已达到了前所未有的程度。

在1946年至1949年股市熊市期间，债券市场也出现了一个小熊市。美联储把政府债券价格维持在一个预定水平，尽管这种行为阻止了政府债

[illegible] QQ [illegible] 4582.8088 [illegible]

券价格的下滑，但债券的整体价格还是开始下滑。早在1946年4月由于通货膨胀而不断产生的恐慌就开始对债券市场造成不良影响，最后导致开始于1920年的大牛市的结束。已经结束的战争无法使政府债券价格继续上涨。官定利率是固定不变的，但1946年4月美联储控制下的市场利率开始上升。高品质公司债券收益率曾一度跌到1946年4月的最低纪录2.64%，而随后又稳定上涨，1947年12月达到了2.86%。（见图7—7）

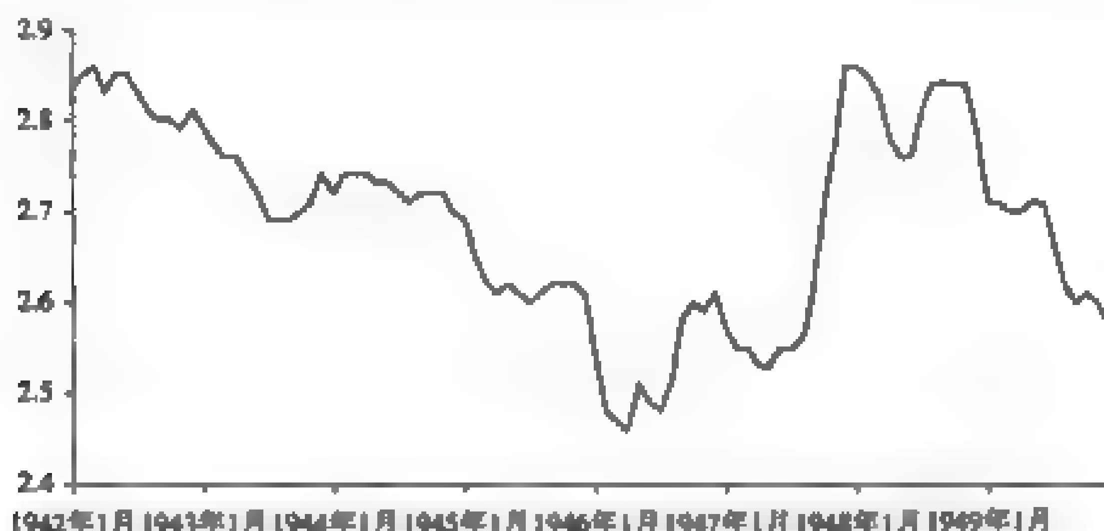


图7—7　1942年1月至1949年12月高品质公司债券的收益率

来源：美国国[illegible]

从1946年底到1947年中，市场利率在上升期间出现了一个停滞期，而政府债券利率却沿着平滑的曲线不断上升。然而1947年短期政府债券价格跌至谷底，长期政府债券价格也不断下跌。1947年7月短期国库券买入价由0.375%开始增加，1948年底短期国库券利率已经逐步上升到1.25%。除了影响市场利率增长的消极因素之外，投资者同时也担忧政府对不断恶化的通货膨胀做出的回应。对此杜鲁门在1947年秋天开始寻求力量恢复物价、薪资和信贷控制。然而议会拒绝了他的请求。虽然自从1946年4月以来市场利率就已经开始上升，但官方汇率只在1948年1月上升过一次。贴现率提高了25个基点，而在1948年8月又提高了相同的基点数，达到了1.5%。在2月、6月和9月，准备金率分别有了不同程度的提升。同时8月议会重新赋予美联储在12个月之内执行信贷控制的权力。所有这些行为都开始打击需求，而在1948年11月经济活动就达到了最高点。

在1946年8月和9月大幅下跌之后的两年中，道琼斯工业平均指数始终在163点与190点之间浮动。1948年11月经济进入了大萧条时期，杜

鲁门也意外地以自己的力量赢得了竞选，而此时熊市也走入了最后阶段。从 1948 年 11 月至 1949 年 6 月 13 日，道琼斯工业平均指数从 190 点下跌到最低点 162。

在 1946 年至 1949 年熊市中，标准普尔综合指数股票收益几乎增加了 200%。虽说 1946 年的收益水平并不乐观，但 1946 年之后收益就开始激增。1947 年报表收益就已经超过了 1946 年的水平，之后维持在一个相对稳定的水平。

然而美国消费者市场的重组需要公司投入大量资金，这也因此导致红利的增长明显地滞后于收益的增加。在两年期间，红利只增长了 31%。股市的熊市中出现这种情况，这使投资者在某种程度上开始担心通货紧缩的出现。

经济因素的变化作为通货膨胀或通货紧缩产生的主要原因，也是 1946 年至 1949 年熊市出现的关键因素。然而在此期间美苏之间关系的恶化所造成的影响也不容忽视。

美国与苏联之间关系的恶化逐渐给市场带来了沉重的影响。早在 1946 年 3 月，温斯顿·丘吉尔（Winston Churchill）在密苏里州的演讲中就说过，横贯欧洲大陆的铁幕已经落下了。

1947 年 3 月杜鲁门主义开始为“那些不屈从于少数民族武装或外界压力的人们”提供经济支持。之后不久，美国开始给希腊政府提供资金来抵抗北部苏联支持的共产党游击队。随后马歇尔计划产生，而莫斯科把这个计划看成是美国要扩大对欧洲影响的一个举动，这也因此使美国和苏联之间的关系进一步紧张。1948 年 5 月苏联切断西方通向柏林的道路，这些国家就不得不采用空运的方式为柏林运输物资。紧张的气氛持续增加。1949 年 4 月北大西洋公约组织（NATO）成立，而苏联认为这是一个“公开挑衅”的结盟，它也违反了联合国宣言。在 1949 年夏天牛市的初级阶段，7 月 12 日《华尔街日报》引用了贝奇公司经纪人山姆·史密斯（Sam Smith）的讲话，苏联没有阻止 NATO 的成立是牛市产生的重要因素。

在 3 年多以来，对工商业所产生的恐惧使市场情绪一直处于压抑状态，这导致了价格收益比率失常。当这种影响力加重时，市场的紧张会使人们的心理发生变化。我们应该为这种变化而鼓掌叫好：战争不会再出现了……

1949 年 7 月预期的通货紧缩最后还是出现，而与苏联开战的可能性似

乎正在消除。但随后韩国发生了一场武器竞赛——"和平战争"，与1946年至1949年之间似乎即将到来的第二次全球性金融危机的爆发相比，这场偶然发生的热门事件无疑给投资者带来了更多的暗示。1949年8月29日苏联引爆了第一颗原子弹，这就意味着远距离作战将会逐渐取代近距离战斗。美国在保持中立的同时大量增加改良军备的数量，对投资者而言，这种环境与1915年至1916年大幅上涨的市场有着某些共性。1949年夏天，"冷战"的出现对股市的稳定做出了很大的贡献，这个时期的牛市几乎持续了20年。

全国最低交易手续费……开户……www.7help.net

第8章

1949年的市场结构：

在二战后的经济萧条下

房间的一面墙都是办公室的门，另一面墙上挂满了工厂、轮船和铁路的图片。挂这些图片是戈尔登先生的主意。他试图向客户们解释他们打算买的那些股票真正意味着什么。戈尔登先生总是想让人们感到：股票市场是有创造力的，是有生产价值的。

——戈尔·维达尔《在黄叶林中》

1949年的股市

1949年5月底纽约证券交易所发行的所有股票的总市值为640亿美元。尽管这仍比1929年9月的总市值低1/3，但它比1932年熊市见底时的总市值多4倍。1932年纽约证券交易所发行的股票市值几乎占了美国所有股票总市值的90%。然而在1949年底纽约证券交易所发行的股益证券只有1 457股，这与1929年底的1 293股相差甚微。随着1 043个公司在交易所上市，一个公司的平均市场价值已达到了5 800万美元。在经济萧条时期和战争时期，投资管理业在很大程度上有所减弱，而此时的市场规模却需要它的恢复。截至1949年6月只有150家投资管理公司向证券交易委员会登记注册，而他们管理下的总资金也只有27亿美元。即使这个行业完全拒绝债券投资，它所能管理的股票投资占美国股市的比率也达不到5%。

1949年7月初市场跌至谷底，在发行的1 500只股票中每天平均有900只处于交易中。而在1946年市场的交易高峰时，发行的1 300只股票中有1 000只在市场中交易。1946年纽约证券交易所1月的月股票成交额达到了19.46亿美元，而5月市场涨到最高点时，月成交额反而下降到14.23亿美元。当1949年7月道琼斯工业平均指数跌到最低点时，月成交额只达到

全国最低交易手续费 …… 咨询QQ …… www.7help.net

了5.26亿美元。在周六市场休市半天，因此7月的平均日成交额只达到了2 340万美元。道琼斯工业平均指数从1946年5月的最高点下降了24%，而平均成交额却下降了70%。1929年10月19日的成交额达到了最高点1 640万美元，1949年的最低日成交额却为54.136万美元，这几乎比20年前的水平降低了97%。自从1932年以来的17年中，市场组成已经发生了相当大的变化。

如表8-1所示，在经济萧条时期和战争时期纽约证券交易所中上市的10大工业部门的排名有所变化。公用事业的重要性有所下降，而与1932年相比，石油在1949年的重要性有所增加。1949年石油和化工的总和占了市场总值的1/4。石油化学制品重要性的增加对化学公司来说是极其重要的一个元素。战时出现的塑料，即所谓的聚乙烯被制成新型日用品，而这些产品的年输出率已经翻了两番，达到了5 000万磅。

表8—1 纽约证券交易所中10大部门的市值占总市值的比例（1949年排名）

%	1932	1949
[illegible]	[illegible]	[illegible]
石油	10.9	16.0（第1名）
通信	10.8	6.2（第7名）
铁路	8.7	5.1*（第9名）
食品	8.0	6.2（第8名）
化工	7.8	9.0（第2名）
烟草	5.5	2.3（第14名）
零售	5.4	7.9（第3名）
汽车	4.3	7.5（第4名）
钢铁	3.7	6.4（第6名）
电气设备	2.4（第13名）	3.5（第10名）
合计	80.6	74.5

来源：肯尼斯·弗兰奇（Kenneth R. French）《工业投资数据》（*Industry Portfolio Data*）。* 所有运输部门，包括铁路部门

德国化工业遭到了很大程度上的破坏，因此美国公司的前景一片光明。制药企业也大力发展，青霉素这一项的出口量就比战前的药物总出口量多。零售业和汽车行业的地位自1932年以来有了很大的提高。二战期间汽车部门被禁止生产汽车，而1949年汽车部门重新更换设备，以此来满足

长期等待的消费者需求。但公用事业、烟草和通信部门的重要性与1932年相比却有所下降。表8—2显示了部门业绩在改变市场结构中所起的作用。

表8—2　　从1932年6月至1949年6月纽约证券交易所中表现最好和最差的工业部门（总销售额）

表现最好的部门	(%)
啤酒	3 903
游戏	2 606
批发	2 396
汽车	2 201
[illegible]	2 190
表现最差的部门	
公用事业	200
烟草	398
[illegible]	409
家庭	523
[illegible]	527

来源：肯尼斯·弗兰奇（工业投资数据）。注：在股息再投资的基础上计算。

同时我们可以在《马太福音》中看到对这个时期的部门业绩做出的类似描述："最后一个将变成第一个。"在1929年至1932年熊市中的"绩优股"——公用事业、烟草和通信，在1932年至1949年再次跑赢大盘。

由于禁令的取消，啤酒商的表现尤其惹人关注。1932年6月随着民主党总统的出现，禁令也逐渐产生了被取消的可能性。终于在1933年12月，禁令被取消，这给啤酒部门带来了很大的积极影响。尽管事前出现了大量的警告信号，但投资者仍因投资这个部门而受益颇丰。这个部门的业绩表明，1932年至1949年间新发行的股票在改变市场结构上发挥了重要的作用。在这期间，股票的数量明显地增加了59%，而发行证券的公司数量却只增加了27%。尤其对化工而言，它的股价绩效以及它吸引新资金的能力都使它的重要性有所提高。

1946年至1949年的熊市是漫长的，但却不是恶劣的。在1949年股票非常便宜，但不是熊市造成的，而是这期间收益率激增造成的。在此次温和的熊市中，从1946年5月至1949年6月，公用事业部门再一次表现出了它的防御能力，如表8—3所示。

表8—3　从1946年5月到1949年6月10大工业部门的利润率

石油	+5.8%
化工	−8.06%
公用事业	−9.7%
零售	−15.5%
食品	−16.2%
通信	−17.7%
钢铁	−17.9%
汽车	−21.5%
[illegible]	[illegible]
运输	−33.4%

来源：肯尼斯·弗兰克《工业投资数据》

在战时物资生产转变的过程中，石油部门出现的问题最少，因此它在熊市期间表现得尤为突出。令人吃惊的是，1946年的石油需求比1945年的还要高，此外，与其他产业不同，石油产品并未忽略军队和市场，也没有因为要迎合百姓的需求而做出某些改变。在这个时期，不断增加的产品需求和逐步上涨的价格使石油工业获益不少。而随着军队的需求大幅下降，汽车部门开始面对一个更困难的转折点，它需要重新改良设备满足百姓们的需要。对运输部门而言，它由大量的铁路系统组成，并仍受政府的管理控制。再加上在战后高通货膨胀的环境下，运费率仍无法提高，这进一步使这个产业的利润受到损害。

1949年的债券市场

他在桌旁停了下来。那是一张有些褪色的橡樱色桌子。各种统计学的书籍整齐地堆在一个桌角，桌面上散乱的本子和文件，让他看上去好像很忙。

——戈尔·维达尔《在黄叶林中》

1949年在纽约证券交易所发行的债券市值已经达到了1 280亿美元，这与1932年的320亿美元相比有了明显的增长。同时期的政府债券价格上涨了16%，而高品质公司债券指数上涨了43%。1949年7月《华尔街日报》对纽约证券交易所的债券市场发生的变化进行了说明。

今日最低交易手续费免费 …… 开户 …… QQ …… 4582.8088 …… http www

在1932年牌价表上有1 600多只债券，1940年底上面的债券仍有1 400只左右。可如今这上面的债券只达到了912只，并且其中75只是美国政府国库和世界银行发行的，它只由操盘手在场外交易市场进行交易。

纽约证券交易所发行的债券数量达到自1906年以来的最低水平。如表8—4所示，市场规模不断增大，而债券发行数却开始减少，两种不同的发展趋势是由联邦政府增发少量的大面额债券所引起的。多年来公司债券市场不断地萎缩。除了1936年和1938年之外，从1932年至1945年之间的每一年，赎回的公司债券面值都超过了新发行债券的面值。在此期间，被赎回的公司债券总共达到了428亿美元，而1949年公司债券的总值可能还不到300亿美元。

表8—4　纽约证券交易所债券和股票的市值

（十亿美元）	债券	股票	股票占总数的百分数
1928	47.4	67.5	58.75
1929	46.9	64.7	57.97
1930	47.4	49.0	50.83
1931	37.9	26.7	41.33
1932	32.0	22.8	41.61
1933	34.9	33.1	48.68
1934	40.7	33.9	45.44
1935	39.4	46.9	54.35
1936	45.1	59.9	57.05
1937	42.8	38.9	47.6[illegible]
1938	47.1	47.5	50.21
1939	49.9	46.5	48.24
1940	50.8	41.9	45.20
1941	55.1	35.8	[illegible]
1942	70.6	38.8	35.47
1943	[illegible]	42.6	34.52
1944	112.6	55.5	33.02
1945	143.1	73.7	33.99
1946	140.8	68.6	32.76
1947	136.2	68.3	33.40
1948	131.3	67.1	33.82
1949	128.5	76.3	37.26

来源：纽约证券交易所

全国最低交易手续费 …… 开户 …… 交易所手续费
…… 咨询QQ …… 956218088 …… www.7help.net

纽约证券交易所统计数据显示，自 1920 年以来债券牛市竟然发生在债券总量减少的时候。1922 年纽约证券交易所的债券交易达到了最高峰，每天的成交额平均超过了1 500万美元。然而投资者在 20 年代就逐渐地把兴趣转向股票，这使 1929 年的债券日均成交额下降到1 140万美元。虽然股市的成交量在 1942 年降到最低点，但直到 1949 年债券市场的成交量才有所上升，此时的日均成交额只有 300 万美元。总的来说，1949 年未清偿的债券市值为1 280亿美元，而纽约证券交易所的债券成交额却低于 10 亿美元，这还不到总数的 1%。

早在 1924 年纽约证券交易所债券市场的年成交额已经几乎达到所有发行债券总市值的 14%。在那个时期，债券的成交额仍高于股票成交额。仅在 1929 年股票成交额最高的一天，股票的成交市值才超过了债券的日均成交额。当 1949 年股票的日成交额在 50 万美元到 200 万美元之间徘徊时，纽约证券交易所的债券日均成交额为 300 万美元。

但是值得强调的是，这里只是利用纽约证券交易所的债券成交额对债券市场进行分析。然而在此期间，美国债券市场已经发生了翻天覆地的变化。如表 8—5 所示，纽约证券交易所仍是美国公司债券发行的主要场所。

表 8—5　美国公司债券的上市情况——占总市值的百分数

年	纽约证券交易所	其他交易所	场外交易
1900	60	11	29
1908	51	5	44
1916	56	5	39
1924	62	5	33
1932	57	20	23
1940	66	12	22
1944	66	10	24

来源：布莱多克·希克曼（W. Braddock Hickman）《1900 年以来的公司债券融资的统计数据》

虽然公司债券市场在纽约证券交易中仍保持一定的重要性，但对政府债券市场而言，它的重要性在这些年间已经逐渐减弱。查尔兹（C. F. Childs）认为，一战期间在纽约证券交易所之外就已经出现政府债券市场了。

事实上，政府债券的买卖通常是由交易专家进行的。证券交易所的牌

全国最低交易手续费完盟办理国内正规商品期货开户，零佣金，不限资金规模，交易所返佣手续费……联系QQ……9582……期货开户视频教程下载地址……http……www.7help.net

价通常只是一个用来估价参考的官方牌价，并不是市场中大量债券的实际价格。交易所记录的政府债券销售额每达到1 000美元，就会有100万美元的政府债券在一些银行经销，政府债券交易员对此都了如指掌。

一战期间政府债务大量增加，对私人投资者而言，政府债券市场已经变成了一个重要的金融资产。自由债券主要都在纽约证券交易所进行交易，而1919年在纽约证券交易所进行交易的所有债券中，有76%的债券属于政府债券。然而此时个人持有的政府债券已达到了最高点。随着各种机构的介入，大量的场外交易再次占据了主导地位。

尽管美联储需偿还的债务无限度地增加，但是纽约证券交易所中的债券交易却越来越少。1940年的交易量少得可怜，即使在二战期间受财务性因素的驱动，债券的个人持有者数量增多，但纽约证券交易所仍无法保持政府债券市场的主体地位。

所以，纽约证券交易所的数据已经无法准确反映美国政府债券市场的真实情况。在此期间，研究政府债务的增长情况是了解政府债券市场的最好方法。在美国参加二战之前，1941年联邦政府总债务就达到了489亿美元，1946年达到了最高点2 694亿美元。与一战后相比，此时的国债几乎增加了10倍。截至1946年3月，单单个人持有者就持有了1 676亿美元的政府债务。1932年发行的政府债券的票面价值为142亿美元，如果加上汇票和现金的话，总值可以达到195亿美元。1949年政府债券的票面价值就达到了1 686亿美元，其中包括563亿美元的储蓄债券。此时政府债务总共由汇票、特别发行公债以及822亿美元的现金组成。联邦债务市场就几乎比股票市场大3倍。

在讨论1949年美国债券市场时，有必要提一下外国债券市场。20世纪20年代美国的股市出现过公众投机活动，其实外国债券市场也出现了类似的情况。一战帮助美国成为全球的主要债权国。虽说外国政府信用不断地对市场造成影响，但20年代新发行债券的大量增加是由公众的疯抢行为导致的。

在1914年6月30日欧洲革命爆发之前，只有两个国家——阿根廷和日本的债券在纽约证券交易所中交易。20世纪20年代，先前的债权国英国开始发行外国债券，而这些债券几乎都陷入了无法偿还的境地。在新债券发行期间出现过几次疯狂抢购的现象，这也是牛市和熊市会定期出现的原因。对美国而言，外国债券市场还是一个新型市场，而市场中的这种疯

全国最低交易手续费命你外再压内下切自及股指原油期指开户 客佣务 不理会此费 交易费自接申请交易所手续费
并可随时查询 我们坚持10倍保证金 客服QQ号码 956218088 期货开户和书籍下载请进 http://www.7help.net

狂抢购行为却与20世纪英国出现的情形是一样的。

截至1929年9月在纽约证券交易所中交易的外国债券已经达到了202只，这占所有债券的1/3。然而全球经济萧条和世界战争的出现无疑使1949年的外国债券数量大量削减。当道琼斯工业平均指数在1949年6月13日跌至谷底时，纽约证券交易所中交易的外国债券只有46只。只有20个国家发行的债券还在交易所中交易，但其中许多债券的价格都低于票面价值的一半：智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、希腊、意大利、墨西哥、秘鲁、塞尔维亚和南斯拉夫。此外这些外国债券中超过一半的债券会付全息。1948年底10.3亿美元的欧洲债券是零利率，而这其中有64%是德国债券。

珍珠港事件发生之后，证券交易委员会开始禁止交易员报价或是交易轴心国发行的票面价值为12.5亿美元的债券。7个国家的债券被终止交易——德国、意大利、澳大利亚、罗马尼亚、匈牙利、保加利亚和日本。即使到了1949年，除了意大利之外，其他国家债券的市场仍没有再开放。

1941年12月之前柏林政府已经赎回德国政府债券，但却没有注销，这一事件所造成的恐慌可能是市场持续关闭的一个原因。因为此时投资者们担心那些债券落入苏联手中。一般而言，美国投资者对外国债券的第一次疯狂抢购行为与20世纪20年代英国的情况具有相同的灾难性。视金钱如粪土的本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）在战后的作品中写道，自1914年以来外国债券给我们留下了一段糟糕的历史，而两次世界大战和一次全球经济萧条使这种情形更加恶化。

每隔几年，市场行为就会使一些新发行的外国证券价格高于票面价值。这种现象在很大程度上向我们讲述了投资者的普遍观点——当然并不局限于债券领域。

第 9 章

1949 年夏季熊市见底：收于 161.6 点

不久我们就要面对大量的工作。我正在做一份报告，其实也不算是报告，我正在为董事会准备一些航空股票的统计资料。我已经为此忙了好一会儿了。

——戈尔·维达尔《在黄叶林中》

1921 年和 1932 年股价都出现了大幅下跌。而在 1949 年夏天结束的熊市却完全不同。从 1946 年 5 月的最高点（即 16 年中的最高点）到 1949 年 6 月的最低点，股市只下跌了 24%。然而尽管在此次熊市中股价并未出现大幅下跌，但某些关键的特性与 1921 年有所类似。1929 年至 1932 年股市从最高点狂跌到最低点。这种估值猛然下挫的情形是前所未有的。就像我们在 1921 年看到的，股市经历了很长时间才进入了低估值时期，而此时最终商品价格也会下降（见图 9—1）。



图 9—1　1933 年至 1949 年标准普尔综合指数成分股的循环性调整市盈率

来源：www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm

1949 年物价的下降程度更加缓和，但 1921 年估值长时期下滑的趋势再次上演。

1921 年以前经济的发展并未提高企业的利润，这也是股票估值持久下跌的关键原因。而与 1921 年以前相比，1929 年至 1946 年美国经济发展的道路更加崎岖不平。尽管在这种艰难时期又遇到了大萧条，但美国经济还是有所增长，只是道琼斯工业平均指数下跌到 1926 年的最高点。

虽然自 1926 年以来股市一跌再跌，但在本质上经济规模还是有所扩张。1935 年实际 GDP 仍低于 1926 年的水平，但从 1935 年至 1949 年经济开始整体性地增长。因人口增加的原因，人均实际 GDP 无法实现翻一番的目标，但在 1926 年至 1949 年期间仍增长了 62%。经济与公司利润之间之所以出现差异，其中一个原因就是政府和劳动的重要性增加。表 9—1 说明，政府部门已逐渐成为美国经济的主要组成部分。从 1926 年至 1949 年，政府开支占 GDP 的百分数已经从 3% 增长到 15%。此外，虽说前半期对劳动力来说是灾难性的，但后半期却出现了长足的进步。从 1935 年至 1949 年消费者价格指数提高了 73%，制造业工人的平均时薪增加了 155%。

表 9—1　1926 年和 1949 年的经济增长

	1926	1949
人口（百万）	117	149
每年的移民数	304 488	188 317
平均寿命（年）	57	68
医生人数	149 521	201 277
平均时薪（制造业）	55 ¢	$1.43
工会会员总人数（千人）	3 502	13 213
批发价格指数	100	155
名义国内生产总值（十亿美元）	97	267
实际国民生产总值（十亿美元）	794	1 634
在校学生人数（千人）	27 180	28 491
农场数目（千个）	6 462	5 722
农场中牲畜的数目（千头）	60 576	76 830
矿产品市价（元）	5 311	10 580
矿产品实际数量指数	66	92.1

www.7help.net

续前表

	1926	1949
[illegible]	[illegible]	[illegible]
重建公众建筑的花费（百万美元）（1949 年至 1949 年之间的价格）	23 752	23 527
[illegible]	[illegible]	[illegible]
香烟（百万支）	92 523	385 046
[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	397 232
[illegible]	[illegible]	[illegible]
电话数量（千个）	17 746	40 079
[illegible]	[illegible]	[illegible]
出口额（百万美元）	5 017	12 160
[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	826	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	[illegible]
纽约证券交易所股票成交量（每年百万[illegible]）	451	271
[illegible]	[illegible]	[illegible]
联邦政府支出（百万美元）	3 097	39 506
[illegible]	[illegible]	[illegible]
[illegible]	[illegible]	252 770
[illegible]	[illegible]	[illegible]

来源：美国统计局

虽说政府和劳动者联合的重要性增加，但上市公司的报表利润也稍微比1932 年至 1949 年的名义 GDP 的增长速度快。然而通过特定时期的利润增加来测量企业利润率的做法是极其不安全的。1932 年企业的利润让人备感失望，因此 1932 年至 1949 年企业利润与名义 GDP 增长步伐一致的说法是令人难以置信的。1871 年标准普尔综合指数上市公司的收益率就开始增加，1872 年按名义价值和市值计算，这些公司的利润都比 1932 年时的利润高。

1932 年的收益率确实让人失望，但如果拿 1949 年的“正常化”每股

全国最低交易手续费……开户……QQ……958218088……www.7help.net

收益来看，10 年的平均报表收益表现良好。然而 1949 年每股收益却比 1932 年的收益高 33%。如果说这期间名义 GDP 有所增加的话，那么企业收益率明显让人失望透顶。

从 1932 年至 1949 年上市公司利润的增加主要发生在两个不同的时期。在这 13 年中，2/3 的报表收益是在 1945 年至 1949 年之间实现的。在此期间报表收益的急剧增加要归功于 1945 年超额利润税的取消。正如我们所见，当利润急剧增加时，股价也跌到了谷底。

这说明，投资者怀疑战后利润增加的稳定性，并以 1945 年低水平的收益率来理解美国企业的收益能力。因此他们甚至可能以偏概全，把 1932 年至 1949 年较低的收益水平视为上市公司的未来收益水平。投资者对这种低收益水平失去了信心，这也因此导致了估值的下跌。

对许多投资者而言，股票估值很难从 1932 年的最低水平再次下跌。当道琼斯工业平均指数在 1932 年 6 月跌到最低水平时，市盈率为 9.4 倍，而 1871 年至 1932 年的平均市盈率为 13.7 倍。1932 年 6 月收益率尚未下降，市盈率完全高于预期收益基准。然而 1932 年 12 月经济大萧条使报表收益跌到了最低点，这与 1932 年 6 月 11.6 倍的市盈率形成鲜明的对比。

此时的收益水平比 1872 年 4 月到 1876 年 6 月的收益水平还要低，股价也大幅下跌。1932 年 6 月投资者可能已经预知收益会进一步缩减，但他们可能认为从长远来看，估值会上升到 1871 年至 1932 年平均水平——13.7 倍。然而截至 1949 年 6 月，标准普尔综合指数市盈率进一步下降到 5.8 倍。1949 年收益确实出现了一定的缩减，但即使考虑这个因素，1949 年 6 月的市盈率也只有 6.4 倍（见图 9—2）。



图 9—2　1929 年至 1949 年标准普尔综合指数（12 个月的滞后盈余）

来源：www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm

1932 年股市见底时进仓的投资者期待估值会有所上升，却发现 1949 年熊市见底中估值进一步下跌了 40%。在此期间收益让人失望，但主要原因是股票估值的再次下跌，尤其在 1937 年。

从 1932 年至 1949 年美国市场年末 q 值从 0.43 倍下降到 0.36 倍。1949 年股票已经极其便宜，这也为 20 世纪的大牛市奠定了基础。

正面消息与熊市

对于你和伙伴们的见解，我给予最大的个人尊重，但对股市而言，在这种情况下我并不同意你的观点，我认为股市会上涨并会持续下去。如今所有的数据表明我的想法是对的。希望再次收到你的来信。

——戈尔·维达尔《在黄叶林中》

与 1932 年相比，1949 年 6 月与 1921 年的相似度更高。尽管经济发展趋势良好，并且自 1945 年以来公司收益也出现了明显的增加，但到 1949 年中，投资者已经忍受了很长时间的边线交易，当然也没有遭遇到股价的大幅下跌。此时战后萧条和通货紧缩所引起的恐惧才是经济和收益迟迟得不到提升的原因。同时政府从 1921 年开始大量地参与到经济建设中，这也使企业效益长期受到压制。尽管如此，股价的回升仍在经济回升之前出现了。

道琼斯工业平均指数在 1949 年 6 月跌至谷底，而美国经济研究署的相关数据表明，经济萧条结束于 1949 年 10 月。

然而即使投资者能够预知经济会有所增长，也应该倍加小心。自从 1932 年以来出现了两个特殊时期，一个是 1938 年 6 月经济萧条结束，另一个是 1945 年 10 月经济重新开始发展。在这两个时期，经济都是一路向上攀升，这也使股价稳定上涨。如果要在 1949 年 6 月准备投资股票的话，投资者就必须相信这段时间的特殊性。

众所周知，熊市跌至谷底时不会出现正面消息，市场也会表现得极不乐观。然而正如我们看到的，1921 年与 1932 年股市见底的情况却完全不同。在 1949 年市场见底时，同样也出现了大量的正面消息，市场行情也很乐观。

可能在 1949 年 10 月经济才跌至谷底，但那年夏天《华尔街日报》中就出现了大量的正面消息。

更多最低交易手续费优惠……QQ……4582…8088……www…

4月21日：……第一季度的数据比预期的要好。

4月22日： 从去年11月1日至今，万国收割机公司在本财政年度中农具的产量与往年相比至少增加了30%。

4月22日： 贝奇公司山姆·史密斯说："很多经济观察者得出这样的结论，或是转而肯定这种结论，那就是我们的经济格局正在重新调整，而这最后会使经济复兴进入到巅峰阶段。"

4月22日： 霍顿基金（Houghton Fund）公司总裁是这样告诉股东的："许多因素可能导致营业额持续下滑。其中最重要的一个因素就是赊购，而赊购额还可能会因为联邦储备银行的运营而在很大程度上有所增加。如果营业额进一步缩减，政府支出可能就会增加。此外需要完成大量的建筑工程，尤其是那些公共建筑，进度减慢以及劳动效率提高将可能带来新的需求，整个经济活动的下滑趋势最后可能需要议会修改立法。这种情形与过去不同（1907年和1920年），刚开始经济并未出现剧烈的下滑，但是1949年有可能出现严重的经济紧缩。"

4月25日： 美国银行家协会总裁埃文斯·伍伦（Evans Wollen Jr.）指出阻碍企业发展的几个绊脚石：被严重抑制的商品需求、公众手中积攒的大量资金以及欧洲复兴计划。尽管长期以来欧洲复兴计划带来了严重的问题，但它确实可以刺激企业发展，并会使太平洋公司的合作者得到预期的军事援助。

4月28日： 美国钢铁公司、杜邦公司和通用汽车等公司第一季度预算额有了很大的提高，但投资者对过去的事情并不感兴趣，因为下个月股市可能就会是另一番景象。

4月28日： 俄亥俄州美孚石油公司第一季度的汽油销售额与去年同期相比增加了8%。

5月2日： 197家公司的收益额达到了7.32亿美元，比1948年增加了21%。（《华尔街日报》调查了1949年20个主要上市产业第一季度的收益）

5月12日： 财政部长斯奈德（Snyder）说："对许多企业来说，战后'调整'实际上已经完成。"

5月14日： 锌铜价格停止上升，这在华尔街点燃了希望之火。

5月21日： 据报道，美国营业铸造有限公司第二季度的订单有了明显的增加，它期望自己的主要客户——政府机关和公共工具公司在一段时间内保持最佳的运营状态。

5月23日： 种种迹象表明，经济并不会出现明显的后退。

6月3日： 与去年同期相比，5月的私人住宅建筑工程下降了15%。就1949年前5个月而言，居民住宅已经比1948年下降了15%……而就今年的前5个月而言，所有建筑工程比去年同期增加了3%……而公共工程表现得更为突出……今年前5个月，公共工程比去年增加了40%。

6月6日： 航空股票的追随者说，1949年该行公司的销售额应该比去年翻了一番，而收益率无疑会高于1948年的水平。

6月9日： 美国联邦储备局报道

说，商业贷款自20世纪以来持续下降，截至6月1日，商业贷款又下降了1.52亿美元。然而不动产贷款却表现出截然相反的趋势，截至6月1日，主要都市银行中的不动产贷款数额又创新高，达到40.92亿美元，这比去年增加了3.24亿美元。

6月16日：许多企业家认为这种下降趋势仍会持续一年左右……而吉列公司总裁表明，这种下降趋势在未来四至六个月内就会结束。

6月16日：宾州制盐公司总裁乔治·贝策尔（George B. Beitzel）说："在过去几天中，我们注意到某些流程变得更加活跃。到秋天我们公司就会重新打起精神。"一个大涂料公司最近的销售额出现了明显的回升。这被解释为，公司所生产的产品无法满足库存的需要，但消费者的需求仍然很强烈。消费者抱怨库存无法满足自己的购买需求。

6月16日：一位自营经济顾问把赊购制度比做伪造货币者。"轮番发生的经济衰退"被越来越多地用来描述这种情形。他的意思是，通过轮番赊购，各个产业会轮番地受到打击。像棉花、纺织品、航空公司、冷冻食品、收音机、黑儲器和奢侈品这些行业在一年或更久以前就陷入困境。当然其中有一些产业东山再起。也仍有些产业并未感受到这种下降趋势，比如汽车产业和制药业。此外电力销售额也持续上升，电话公司无法快速处理积压的订单，卡车司机也因要与铁路运输竞争而忙得不可开交。政府的经济研究专家表明，在一年内每个产业都会停止这种下滑趋势，从战后的经济高峰逐渐地走向稳定状态。

6月16日：尽管年初出现经济衰退现象，但美国消费者不用对此过于担心……联邦储备局的调查数据表明，他们比以往储备了更多资金，因此对其前景抱有乐观态度，并打算购买汽车、房屋和其他耐用品……这种不和谐的行为让我们对当前的经济局面有了一定的了解……他们注意到，产品销售额在4月持续下跌，随后有了微弱的回升，但这足够说明，价格的下降会刺激消费。联邦银行报道说，经销商为了刺激消费而大幅削减价格并大力宣传，而这确实起到了一定作用。

6月22日：特尔森仪米尔公司沃尔特·梅纳德（Walter Maynard）说："各种证据表明，7月经济活动和股票市场开始有所回升。在这种情况下，投资者的情绪会在很大程度上被调动起来。"

6月29日：Harris Upham & Co. 拉尔夫·罗斯姆（Ralph Rotheim）说："在未来几周内，经济活动可能就会恢复，因为某些非耐用品的库存已经减少，这会势必会加快产品的生产。"

6月30日：最近营业额大幅下降的人造纤维表现出重新操作的迹象……北美洲人造纤维公司和美国宾哥公司属于同一个管理部门，它们的发言人说："营业额明显地有所回升。我们认为在今年的剩余时间里营业额还将会大幅度上升。"

7月1日：就价格而言，零售商品的实际数量仍可以满足整个市场的需求。失业率的增加还没有从根本上影响实际购买力。工业生产和消费需求之间

全国最低交易手续费免费办理国内正规期货账户开户 零佣金 不限资金额 交易量自动申请交易所手续费
任何地方都可以办理 10倍保证金 咨询QQ或微信 956218088 期货开户及书籍下载请访问 http://www.7help.net

的落差是由库存量的减少引起的。为了防止长时间停工和工资收入的下降，消费量必须在一定的时候超过生产量，这才能调动起工厂的积极性。汽车和建筑行业的表现尤为活跃。

7月1日：许多企业的营业额都有了明显的增加，尤其是人造纤维公司。同时国际经济前景也开始出现一线曙光。那些认为英镑即将贬值的人，现在开始相信英国经济危机可能只会持续一两个月，也可能在美联邦财长会议之后结束。

7月2日：失业率达到7年来的最高水平377.8万。但是成年人群失业人数并未增加。在5月增加的48.9万个失业工人来自25岁和25岁以下的人群。……非农就业人数在连续5个月下降之后又开始有所增加，这要归功于建筑业和户外工作的增多。

7月6日：芝加哥丹尼尔·赖斯(Daniel F Rice)公司认为："现在我们都认为经济萧条会在秋天走出谷底，而在明年春天整个经济形势都会逐渐地好转。"

7月8日：赫顿公司卢西恩·胡珀(Lucien Hooper)认为："整个工业部门的数据表明，大萧条出现的可能性很小。"

7月8日：5月大型工厂的用电量与去年同期相比有所下降……这是自1946年以来的第一次下降……5月普通居民用电量达到了447 000万千瓦时，这与去年同期相比上升了14.2%；同时商业耗电量也达到了362 500万千瓦时，这比1948年5月增加了7.2%。

7月11日：在过去6个月中，黄铜产量已经下滑了50%，而在上周开始黄铜产量开始稳定增长。

7月12日：贝奇公司山姆·史密斯说："工商界中出现的长达三年的恐惧心理严重地打击了市场情绪，这也妨碍了价格收益比率的增加。如果这个比率有所增加，消费者心理就会发生可喜的转变，这也会因此给市场带来明显的影响。我们应该意识到：战争不会再出现；税收也不会再增加；我们不必再忍受残酷的工作时间表；经济很快就会进入正常状态；昂贵的库存正在缩减；无效的生产空间将被搁置或放弃；公众需求和购买能力仍然巨大；大量的剩余市场将被开发利用；钞票贬值，而贷款会大量增加；股票便宜，收益率会处于高水平。"

7月14日：纺织品制造商从棉纺人造纤维布料购买商那里获得了很大的鼓励。新英格兰工厂认为，对裁剪师和制衣者来说，秋季物品的成效首次说明了在过去一年中购买商对这些纺织品的实际购买兴趣大增。

7月18日：街头广告公司最能感受到整体的广告趋势，他们说，1950年又将是另一个广告年。

7月21日：商业部宣称，自年初以来零售店生意一直相对稳定。前6个月的调整指数与去年同期相比只增加了1%。

7月22日：以Hotpoint公司总裁的理解，器械工业在重新调整过程中已经跌至谷底……在今年第一季度末，电器设备的价格就开始快速大幅下降。这使家用电器的价格限制在了国家经济水

个区最好交易手续费最低　深圳中　两市场股指原点期货开户　管理点　不限点名量以交易最点接申请交易所手续费
什向的方佣四此我们世　10倍费率差价　客服QQ 咨询　4582.8088 即时开户乱卡插上载资料 http　www.the p.net

平之内。

7 月 23 日：5 月公司分红与 1948 年同期相比增加了 14%。截至 5 月 31 日现金股息一共达到了 1.373 3 亿美元，这与 1948 年同期水平 1.251 9 亿美元相比，上升了 10%。

7 月 25 日：因营业额下降而备受打击的新英格兰看到了复苏的希望。新英格兰拥有着很多消费品工业，因此它能够灵敏地感受到经济的变化情况。

8 月 1 日：全国采购商协会宣称，7 月的营业额持续下降，但与 5 月和 6 月相比，下降幅度不大……同时自去年 9 月以来订单量下降了 28%，而采购主管的订单簿上却显示订单增加了 30%。调查显示，7 月下列商品的价格开始增加——铜、铅、锌、钢精、麻布、陶器、玉米、石灰石、棉花子油、钢油、树脂和淀粉。

8 月 4 日：钢铁公司公布，需求量出现明显上升趋势。

8 月 5 日：本报在几个月以来一直报道"不利"消息，而最近却开始刊登一些振奋人心的消息，并刊出了昨天杜鲁门总统在发布会上的演讲。这是第一次他为我们而感到高兴。

8 月 6 日：联邦储备局宣布，在未来几周里，会员银行的准备金率将有所降低。

此次准备金率的下调将使银行资金增加 18 亿美元，而这些资金将被用来投资政府债券或向企业提供贷款。

8 月 10 日：贝壳公司说："在华尔街可以感受到一股清新的气息。这为接下来美国经济形势的大力发展奠定了基础。"

8 月 10 日：Hemphill Noyes&Co. 声明："我们仍然认为，严重经济萧条时期并不会出现，战争也不可能成为现实，而且来自英镑或其他货币贬值的负面信息都是暂时的。"

当然，此时仍存在许多负面消息。但上面的摘要再次表明，那些认为负面消息的出现就预示着熊市见底的人将会坐失良机。就像在 1921 年和 1932 年，与负面消息的扩散相比，市场未能对正面消息做出回应才更能预示着熊市见底的到来。与这两年相比 1949 年还有其他的相似性，那就是经济都出现了初步复苏的迹象，而且这三个时期经济复苏迹象最初都是出现在新英格兰。这三次熊市见底的另一个相同因素就是，在经济持续紧缩时，汽车工业却开始发展。

1942 年 2 月汽车生产陷于停顿，1943 年和 1944 年仅仅销售了 749 辆库存汽车。1945 年机动车辆登记数量仍低于 1939 年的水平。汽车产品的紧缺导致汽车市场严重失常，这使战后很多年中的汽车价格过于异常。同时被抑制的汽车需求使二手车的价格一路攀升，并导致了战后出现排队买车的现象。1949 年 4 月 5 日《华尔街日报》这样描述：

全国最低交易手续费免费 开户 开立A股指数期货开户 咨询 不限资金量以交易量直接申请交易所手续费
任何地方都可以找我们 10倍杠杆 专属QQ微信 4582 8088 期货开户免费下载 http www the p net

二手车市场不景气——对二手车主而言，过低的价格以及过低的换手率使他们根本没有利润可赚，而在过去两年中他们认为二手车市场必定会出现繁荣景象。在战争中以及战后初期，他们可以以任何价格卖掉任何一辆车。而在1946年至1947年的冬天，价格最高的奢侈品销售量开始下降。虽然营业额在1947年大幅上升，但消费者逐渐产生抵制心理，更多的新车也跌离其轨迹。1947年至1948年冬天，汽车价格下滑了10%到20%，而1948年9月汽车价格从1947年的最高点下降了25%左右。去年冬天营业额下滑到了战后的最低水平，一辆在1937年价值900美元的雪佛兰汽车可能在第一年会下跌250美元，第二年会下跌200多美元，而在第三年会下跌150多美元，就这样经过三年，这辆汽车的价格就下跌到原价的1/3。1946年一辆雪佛兰新车价值1 200美元，但在1947年初，一辆二手车的价格都可能达到1 500美元。年初价格可能下降到1 300美元，而在今天可能又会是1 100美元（三年后）。一辆在1946年价值2 500美元的凯迪拉克汽车在年初可能还可以卖出原价，但在今天，价格就会从原有基础上下滑800美元。

在同一天的报纸上，一位专家估计美国经销商数量会从战前的19 000人增加到40 000人。此外二手车价格的下滑以及二手车经销商数量的减少都表明市场正逐步进入正常状态。

在战后第一个和平年——1946年美国汽车销售量达到210万辆，而1949年销售量将达到510万辆。虽然1949年新车价格就开始下调，但如果需求没有增长，汽车销售量并不会大幅上升。1949年510万辆的销售量与1941年380万辆的销售量相比成绩显著，但其实1949年已经是美国最后一个和平年。投资者开始担心，一旦战时被抑制的需求得到满足，销售量是否还可以保持在这样高的水平上，他们的这种担忧其实不足为奇。然而事后证明这种担心是多余的，战后销售量一直大幅增加。当然也有些人预见到战后汽车销售量会扶摇直上。通用汽车公司副总裁威廉·霍夫施塔特（William F. Hufstader）负责汽车的分销工作，1949年6月4日《华尔街日报》引用了他的讲话：

与1941年相比，在1948年上路的汽车的平均使用年限从5.33年延长到8.73年，去年美国高速路上约有1 300万辆汽车的使用年龄达到10年，而战前达到10年使用年龄的汽车只有500万辆左右。税后所得达到了历史最高水平，人口不断增加，而大多数人可以支付购买

个区最低交易手续费免税 埋国内 两台...股指原点期货开户 ... 不限... 期货开户 ... http www ...

新车的费用。

1949年8月11日《华尔街日报》报道，就汽车销售而言，汽车经销商都有着自己的独门绝技：

纽约福特经销商在销售一辆新卡车时，可以接受用一匹马（一头骡子或一只山羊）来替代300美元现金。

1921年、1932年和1949年不断增加的汽车需求预示着需求还会进一步增加。汽车需求具有很大的上升空间，归根到底是汽车拥有率的不断增加，其实原有的拥有率并不高。对于这种商品而言，被抑制的需求仍得到了释放，这在很大程度上表明整体经济将会有所改善。尽管在这些消费者的购买单上，汽车排在了所有商品的最前列，但消费热潮不久就延伸到其他商品领域。当然如果消费者的信心回归，其他商品也可能出现在购买单的最前列。1949年5月4日《华尔街日报》曝光了另一个大力发展的产业。

拉斯维加斯的营业额再次激增——在火鹤酒店中，本·葛芙丝丹(Ben Goffstein)经理说："我从外地听说酒类销售量已经低于40%，但前个周我们酒店的总销售量比去年高10%。"……内华达州的赌城肯定不能作为经济风向标，但过去它确实是一个奢侈挥霍的标志。比如说，在1947年至1948年的冬天里诺赌城营业额出现下跌，而在几个月之后国家奢侈品需求才开始下滑。不久拉斯维加斯的人口就超过里诺的3万人口，成为内华达州最大的城市。

此次采访发生在毕斯·西格尔（Bugsy Siegel）建立火鹤酒店后的第三年。1949年如果想问哪个城市曾经拥有某一产业，而此时正处于结构性增长阶段，那就是拉斯维加斯。这个城市人口将超过3万，而它的城市区域却几乎可以容纳200万人居住生活，每年游客数量可以达到3 600万人。

稳定的价格与熊市

1949年夏天《华尔街日报》记录了各个不同时期的经济发展情况。1921年和1932年熊市见底时，人们对低价商品的需求不断增加，同时一个重大的变化也随之出现。在1949年熊市见底时，可能是结构性增长的原因，导致汽车和赌博需求首先出现上升的迹象，但随后低价货物和商品的需求也开始明

[illegible] 4582.8088 [illegible]

显增加。因此低价商品需求首次明显增加正是 1921 年、1932 年和 1949 年熊市见底的一个重要指示器。此外与 1921 年和 1932 年相同，1949 年低价商品需求的增加也表明了通货紧缩将要结束。因为通货紧缩一直抑制企业收益的增长，因此股市会因物价趋于稳定而表现出积极的态度，这不足为奇。当然在不同时期，需求和价格的增加体现在不同的货物和商品里。

与 1921 年和 1932 年类似，1949 年物价重新稳定的同时，股市也跌至谷底。在 1921 年和 1932 年，对某些商品而言，需求的不断增加和价格的稳定恰当地说明一般物价的稳定。

同时与 1921 年和 1932 年相同，1949 年的低库存量也表明，任何商品的价格都会持续稳定地上升。

正如 5 月 19 日的《华尔街日报》报道的那样，如果库存过多，消费者的需求就更容易被预测，甚至会对那些产业造成一定的影响。

较低的死亡率会危害棺材制造商——导致产量减少的最重要的因素就是，如今许多葬礼承办人的存货过剩，这就好比顾客在购买东西时商品过剩。

库存清算也是引起价格下降的一个因素，而由于现在库存处于最低点，通货紧缩可能会因此而消失。对宏观经济而言，1948 年底库存清算彻底爆发。根据劳工部的批发价格指数，在库存清算爆发的同一个月，战后商品价格达到最高峰。而此时战争结束已有三年。一战之后也出现过通货膨胀，但此次战后通货膨胀持续的时间几乎是那时候的两倍。1949 年 6 月道琼斯工业平均指数跌至谷底，批发价格指数也已经从 1948 年的最高点下跌了 7.5%，正如图 9—3 所示，批发价格指数还有一次微弱的下跌。

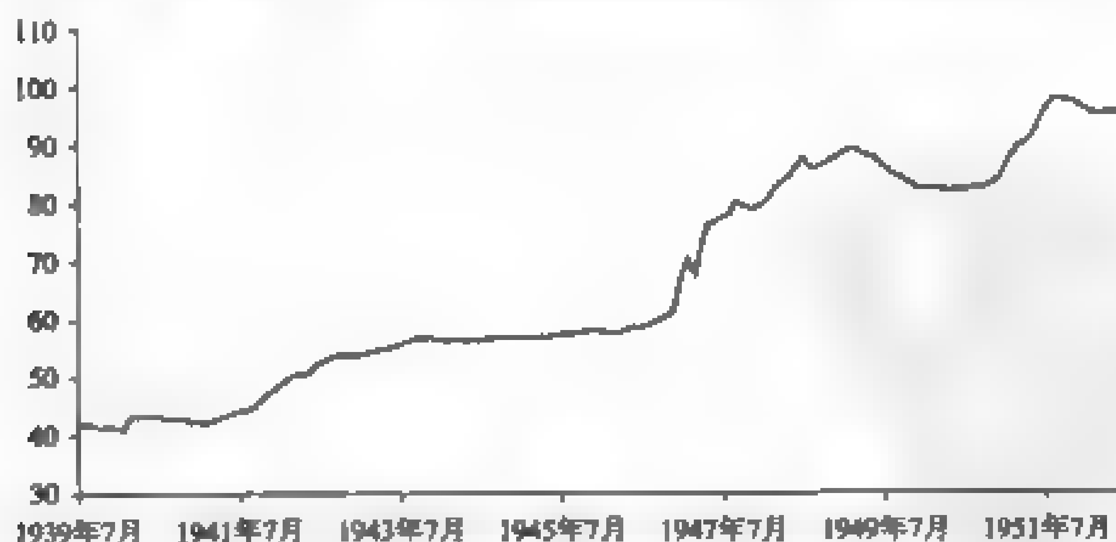


图 9—3　1939 年至 1951 年美国批发价格指数

来源　美国国家经济研究局

消费者价格指数的表现与批发价格指数非常类似。因此虽然股市见底时一般物价水平并未跌到最低点，但当商品价格大幅下跌之后它也随即跌到了最低点。与1921年和1932年类似，商品价格逐步稳定可以在很大程度上说明一般物价的走向趋势以及熊市见底的时间。

1949年夏天《华尔街日报》的文章充分证明了一般物价的这种改变趋势。在4月的零售价格指数中，租赁和食物的价格出现了明显的增加趋势。小麦和石油的市场价格在6月也开始上调。此次商品价格上涨表现出来的主要特征是，库存量减少以及低价商品需求逐渐增加。正如7月8日《华尔街日报》所述："如果公众认为价格'合理'，必然乐于购买。"7月随着通货紧缩趋势进一步减弱，铅、人造纤维、家禽、锌和铜的价格也开始明显上升。此外7月批发价格小幅上涨，通货紧缩离开的脚步越来越快，这使市场陷入了恐慌。

1949年对投资者影响最大的就是，通货紧缩必定会随着战争的结束而消失。那么它会在什么时候消失呢？这个问题只能由一般物价的表现予以解答，经济和股市本身的表现都无法给出关键准确的答案。特别是在1949年夏天，当低价商品的需求增加使物价趋于稳定时，这也表明与1920年至1922年相比，此次通货紧缩的程度要弱得多。而在1921年和1932年，总体价格趋势特别是商品价格的趋势在很大程度上决定了股市跌至谷底的时间。

从1948年8月至1952年6月，批发价格指数总共才下降了7.9%，这与一战之后的情形相差甚远，当时的物价从最高点足足下降了45%。从《华尔街日报》我们可以得知，公众都希望通货紧缩来得更猛烈些。当然投资者也不例外，在1946年至1949年的熊市中企业收益仍翻了一番，这也因此证明投资者希望实现这一愿望的迫切心情。1949年夏天商品价格的稳定是一般物价稳定的第一个信号，对投资者而言，谁能够看到这个信号，谁就可以在此时买入非常便宜的股票。

当然这里有一个关键的问题，那就是预测价格变化趋势是否比预测牛市更加容易。此外此次通货紧缩程度小于1921年和1932年的可能性有多少？虽然许多原因都可以解释1948年至1950年价格的小幅下降，但1921年至1949年的关键性结构调整就能够有力地说明，在二战之后的经济周期中价格的下降幅度会更加趋于缓和。从教师保险与年金协会的前任副主席那里我们可以得知，通货膨胀时代正成为大家密切关注的

全国最低交易手续费免费 理财网 ……股指原自助开户 ……不限资金 ……手续费
件……我们做 10倍……优惠 ……QQ …… 45828088 ……开户 ……http www.7the p net

话题。

知名权威认为，我们的经济体系到处充斥着固有的通货膨胀倾向，尤其是在战争期间或者伴有沉重的防御开支的国际紧张局势期间。他们还谈论到了税收结构、自动调整工资条款、平价商品、预算赤字、政府商业银行贷款、低利率、成本加成合同、补助金以及其他各个方面。一些人还开始谈论凯恩斯经济学，强调充分就业、社会福利以及金本位体制的回归倾向。

因此还是有人可以预测到战后通货紧缩是趋向温和的。而这些投资者很有可能在1946年至1949年的熊市中大量购入便宜的股票。这次的情况与以往有很大的不同。那些有远见的投资者，确信战后通货紧缩调整出现的几率很小，因此在1949年夏天购入股票确实可以让他们大赚一把。然而正像前面所提到的那样，投资者无需像专业人员一样灵敏地观察体系结构的变化，以此来判断出"固有的通货膨胀倾向"。在1921年和1932年，投资者不必预先判断物价稳定水平。而在1949年夏天，投资者却可以通过物价的逐步稳定来确定购买股票的最佳时间。

至今为止，分析师们仍在考虑商品价格稳定的信号是如何成为投资者投身股市的重要战术指标的。当然一般物价水平的重大改变给投资者带来了越来越多的战略性信息。因为当一般物价水平受到冲击时，股市通常会进入极端低估值时期。在1921年和1949年投资者都在猜想通货膨胀的反弹程度，但他们得出的答案是完全不同的。而这两个时期有一点是相同的，那就是物价和公司收益的巨大不确定性都导致了股价大幅下跌。由于先前牛市的原因，1932年通货膨胀并未出现恶化的迹象。而随着通货紧缩的爆发，这可能导致进一步的不确定性，投资者不得不猜测物价稳定水平来判断最佳进仓时间。

在本书中，我们研究了那些股价非常便宜而随后给投资者带来丰厚收益的时期。我们发现，从1921年至1949年，当一般物价水平产生重大波动时，股价也达到了最低水平。这难道只是巧合吗？这对投资者来说是非常重要的线索。投资者可以在物价产生较大波动时适时购入股票。当然如果股市下跌并未出现这种价格波动，此时也可能是购入股票的最佳时机。

并不是说在一般物价水平尚未出现较大波动时，投资者不应该买进下跌的股票。而是说，当价格没有出现这种较大波动时，股市可能还未跌至

全国最低交易手续费免费……开户……
……QQ……45821808……http://www.……net

最低点，因此对投资者来说还不适于选择长期持有战略。当一般物价水平回归正常状态时，低估值可能给投资者带来异常丰厚的收益。



流动性与熊市

一个护士推着一辆婴儿车，匆忙地走向街道。对她来说，这个时间可能太晚了，不应该把孩子带出来。当她与他擦肩而过时，他用眼角瞥了一下那个孩子，它正茫然地盯着前方，对外面的世界一无所知。

——戈尔·维达尔《在黄叶林中》

在本书提及的四个重要时期中，我们已经看到流动性分析对于寻找熊市见底时点所起到的作用。在1921年和1932年，我们也看到联邦准备信用的增加和货币政策的其他改变对股票市场的影响。在第一部分和第二部分，我们看到了在金本位制下，美联储推出的政策是如何把预测资金流动趋势的工作变得更加复杂化。1949年美联储成立35周年，这应该能够让我们更加容易地预测到它的行为。然而正如我们所见，在过去35年中，美联储政策制度的不一致性以及其中存在的过失表明，不管是在1914年11月为了企业发展而成立的美联储，还是1949年的美联储，它的行为都是我们难以猜透的。

1949年货币机制发生改变，这一负面消息的出现使我们更难以预测到美联储的行为。起初在战争时期，美联储为了支持政府债券提供了大量的高能货币。虽然在1947年短期国库券的价格没有得到维持，但1949年美联储仍负责支持长期政府债券的价格。在1947年圣诞节前夕，政府债券价格下跌，但在1948年价格始终保持在原有位置。这个政策实际上意味着，只要美联储购入政府债券以此来支持它们的价格，那么弹性通货将不得不逐渐增加。因此当市场力量致使政府债券的价格低于支持性价格时，美联

储的主要货币工具就会自动地行使它的职能。在这种情况下，增加弹性通货就成为一件必然的事情，但并不意味着这是美联储首选的货币政策。

这种维持政府债券价格的行为扭曲了正常实施中的货币制度。准备金率上调所产生的效果已远不如正常状态下的效果。为了减缓经济活动和通货膨胀，从1948年2月27日准备金率就开始上调，这同时也迫使银行开始出售政府债券。然而当美联储不得不介入市场来支持政府债券的价格时，它的未偿信贷也开始增加。美联储也因此使自己陷入了尴尬的境地，为了抑制经济活动，它就不得不增加弹性通货。尽管市场力量把政府债券价格压制到了支持价格水平之下，但货币制度发生这些扭曲是在所难免的。然而投资者无法对美联储做出的改变产生条件反射。如果说1921年和1932年我们难以猜透美联储将要做什么，那么现在就更难以捉摸了。

因为货币工具能够自动行使其职能，因此为了判断美联储的货币政策未来走势，投资者必须仔细观察它的其他行为。自从1935年有关银行的立法通过以来，美联储就有权决定购买证券时的保证金标准。1947年2月保证金率由原来的100%下调到75%。而在随后的大熊市中，美联储并未再次下调保证金标准，这表明美联储对价格调整并不满意。1947年11月议会放弃控制消费信贷的权力，美联储因此重新获得这项权力，1948年8月另一个行政机构也参与进来。早在1948年9月这些新权力就被用来限制消费信贷。这些行政措施的使用也表明美联储青睐紧缩的货币政策。

对于这些行政措施，经济做出快速反应。物价在1948年8月达到最高点，经济活动在同年11月也达到了最活跃的状态。然而在1949年第一季度，经济开始减缓，同时物价也开始下跌。那些想确定股市下跌速度的人就需要把未来资金流动趋势当成一个指南。那么美联储会在什么时候改变货币政策呢？假如无法判断货币政策改变的时间，那么如何察觉到货币政策的变化呢？

1949年市场状况意外地发生了改变，这重新赋予美联储某些行动上的自由，并允许它可以根据自己的意愿做出某些决定。美联储的法律义务就是介入市场购买政府债券以此维持价格，但如果市场力量把价格推到支持水平之上，美联储也就无需再履行此项义务，这种情况在1948年最后一个季度确实发生了。现在看来当时美联储的行为可以明显地表现出它的意图。如果美联储允许这种以市场为导向的回升持续存在，那这就可以说明它更期望低利率和宽松货币政策的存在吗？但是如果美联储现在通过出售

政府债券来限制价格的回升，这将导致弹性通货收缩，并可以清楚地表明它更青睐紧缩货币政策。美联储果然开始出售政府债券来回应市场的回升，1949 年 1 月就使弹性通货缩减了 5%。只要出现机会，美联储就转而大量缩减自己的未偿信贷。此时投资者开始准备应付早已预料到的战后通货紧缩。

有些人预测二战之后再次出现通货紧缩，并把当时美联储缩减未偿信贷的行为作为一种参考。1921 年股市跌至谷底时，美联储的未偿信贷已经下降了 50%，随之这些投资者开始期望剧烈的通货紧缩的到来。1922 年 7 月美联储的未偿信贷才停止下降，此时下跌幅度总共达到 69%。美联储理事会认为二战之后弹性通货的缩减程度是必要的吗？

尽管先前并未出现剧烈的通货膨胀，但美联储从 1928 年至 1931 年还是再次大量缩减了未偿信贷。从 1928 年 11 月至 1931 年 5 月，在美联储增加弹性通货之前，它的未偿信贷已经下降了 50%。在第一个月未偿信贷就下降了 5%，因此这也难怪投资者会预测 1919 年至 1921 年之后，也就是 1928 年至 1931 年将再次通货紧缩。

二战期间美联储的未偿信贷大量增加，因此未偿信贷出现较大缩减的可能性非常大。从珍珠港事件到日本投降，美联储的未偿信贷由 23 亿美元增加到 229 亿美元，这由起初低于 1920 年最高点 32% 的水平几乎上升到战前最高水平的 6 倍。在 1946 年之前的 12 个月，这个数目已经达到最高点 247 亿美元。那么此时美联储的未偿信贷还会下降 50% 到 60% 吗？当美联储抑制战时通货膨胀时，它的未偿信贷已经比美国参战时增加了 60%。如果这是正常的操作程序，那么投资者就会认为弹性通货有可能在目前基础上缩减 85%。然而正是这种想法导致了 1946 年至 1949 年股市的熊市出现，尽管当时的公司收益已经增长了一倍。

美联储未偿信贷在 1949 年 1 月的缩减速度越来越快，自 1948 年 12 月以来的 8 个月里已经缩减了 25%。这正是卖空者预料到的结果，而且他们还在期待 50% 至 85% 的缩减幅度。然而这并未成为现实。截至 1951 年 9 月，弹性通货已经增加到 1948 年 12 月的水平，而截至 1949 年 10 月，在一次温和的流动性紧缩之后，美联储停止了缩减未偿信贷。因为政府债券价格始终维持在支持水平之上，因此美联储的这个决定并未受不可抗力的影响，它是理事会自己的意愿，但它却可以允许弹性通货比战前有了更大的扩展性。尽管股市在 1949 年 6 月跌至谷底，但到当年最后一个季度，美

全国最低交易手续费免费办理国内正规期货股票开户 零佣金 不限金额 补充交易单自动申请交易所手续费
保证地址有问题可电话咨询 本店信誉保证 咨询QQ请发 95621808 期货开户私书稿下载地址 http://www.7help.net

联储未偿信贷的收缩才给投资者带来一丝乐观的气氛。

如果一个投资者把注意力放在美联储资产负债表上，那么他无法预测到道琼斯工业平均指数会在1949年6月跌至谷底。美联储未偿信贷正在不断缩减，一份历史分析报告表明，这个缩减进程最多只进行到了一半。然而在1921年和1932年，美联储资产负债表并未明确地预示出熊市触底的时间。

尽管1949年这种方式并未提供准确的购买信号，但与1921年和1932年熊市见底相比，已经算是相当成功了。1949年美联储资产负债表的分析结果比最佳购买时间延迟了5个月，而在1931年7月与1924年夏天它提供的购买信号更不准确。

1921年和1932年信用扩张明显地滞后于股市和经济的回升。而在1949年情况完全不同，当股市见底时，商业银行贷款也在1949年7月跌至最低点。随后在1949年接下来的时间里，贷款开始缓慢而稳定地增加。那些参考7月数据的投资者可能在8月购入股票，但他们更可能推迟几个月来等待明显的趋势。与其他熊市见底相比，1949年在购买股票之前等待信用扩张的出现是一个更加明智的策略。然而这仍未能及时预示出股价的回升。但与1921年和1932年相同，1949年把广义货币增加的速度作为购买信号被证明是具有误导性的。1950年第二季度广义货币增加的速度才开始有所提升，而此时股市早已跌至谷底。从1949年8月到9月，通货调整后的广义货币增加速度得到明显的提高，但这只是短暂的。此后其增加速度持续下降，直到1953年这种趋势才停止。虽然1932年7月市场见底后出现货币变动，但在1921年和1949年这种参考货币变动的方法确实产生了某些利用价值。

虽然美联储的资产负债表没有明确地预示购入股票的最佳时机，但它的货币政策的改变却提供了及时的信息。早在1949年3月，美联储就开始放松在1948年9月施加的信贷控制，这明确地表明，美联储认为经济紧缩的步伐太快了。

从1949年3月开始，美联储明显地意识到经济紧缩的程度太剧烈了。5月1日准备金率开始逐步降低。6月29日《华尔街日报》报道，美联储将停止介入市场，以此来防止政府债券价格的上涨。尽管在10月之前这并未导致美联储未偿信贷的增加，但另一个政策声明表明，美联储更青睐宽松的货币政策。这些政策变化的信号很大程度上说明，与美联储资产负债

全国最低交易手续费完整办理国内正规期货股票外汇业务开户，零佣金，不需要高额资金，交易单向撤单并且交易所开户手续费……
[illegible]

表的详细分析数据不同，流动性紧缩更有可能走向终点。

在1949年3月，看到宽松货币政策的第一个信号的股票投资者将会看到，在6月13日跌至谷底之前，道琼斯工业平均指数又进一步下跌了10%。当商业银行正在对政府政策和联邦准备信用的实用性做出回应时，它们的资产负债表更明确地预示了资金流动性的变化情况。商业银行的未偿贷款在1949年6月达到最低点，同年11月又增长了3.2%，而在这个过程中，美联储未偿贷款却持续减少。《华尔街日报》的读者意识到，当纽约城市银行的商业贷款连续27周下降时，商业银行的运转情况在1949年7月底发生了转变。在美联储开始增加未偿贷款之前的3个月，商业银行就已经停止了缩减未偿贷款。

对投资者而言，在1949年市场对宽松政策的征兆做出回应之前，美联储在3月就放松了对消费信贷的管理。事后来看，随后下跌10%的股价并未达到最低值，在美国历史上最大的牛市之一到来前，此时并不是最佳的购买时机。在1921年，如果投资者依据政策改变的征兆和贴现率降低来进行投资的话，他们会在当年的5月购入股票，然而他们将看到，在8月22日跌至谷底之前，道琼斯工业平均指数又下跌了20%。如果在这两个时期投资者依据美联储资产负债表的变化进行投资的话，那么当他们购入股票的时候股价已经明显地开始上涨。

在1929年至1932年的熊市中，如果投资者仍然依据政策改变和贴现率降低来寻找熊市见底的话，他们必将损失惨重。因为1929年11月当美联储开始降低贴现率时，熊市已经持续很长时间了。要想寻找流动性放松的迹象，最好观察美联储的货币政策态势，而不是它的资产负债表的变动情况。

当然依据美联储货币政策变化的征兆来购买股票是最明智的策略，所以1929年至1932年是一个特殊的时期。

牛市与熊市

海伍德先生谈到了市场，谈到了股票，又谈到了国情咨文。他的演说极有说服力，那是因为他的态度具有说服力，同时也是因为他把从许多聪明人那里得到的观念和事实融会贯通。

——戈尔·维达尔《在黄叶林中》

全国最低交易手续费免费 理财中 而全部股指原创期货开户 零佣金 不限资金单边交易量点接申请交易所手续费
任何地方都可以找我们做 10倍期货交易 咨询QQ微信 4582.8088 期货开户办理请上载网站 http www.the pi.net

正如我们所见，与广泛流行的传闻不同，在熊市见底时会出现大量的利好消息。我们应该注意到，1921 年和 1932 年占据主导地位的负面消息具有很大的误导性。这里还有一个类似的谣传，那就是当所有人都陷入悲观情绪时，就是购买股票的最佳时机。如果一个人以出版物和经纪公司为参考来测定悲观气氛，那么与 1921 年和 1932 年相同，1949 年的出版物以及经纪公司并未出现悲观情绪，而在这次的熊市见底中有大量买空者大获成功。

4 月 13 日： 布罗德街投资公司宣布，在公司历史上，只有在 1932 年、1911 年和 1942 年多样化投资基金的平均年收益率超过了 5%，事后证明这正是购入股票的最佳时机。此外公司的当期收益率达到了 5.25%。

4 月 18 日： 贝奇公司的山姆·史密斯说："我们应该注意到，尽管最近大多数市场消息打击着我们的情绪，但市场并未跌到最低点。"

4 月 19 日： 佩因·韦伯证券投资公司哈里·斯歇回顾，所发行的 20 支普通股的收益率为 8% 至 12%，对此他宣称："除了波动幅度过大的股息率，这些股票的收益率至少比 1948 年高 50%。同时在 20 年里这些股票的派息从未间断，而其中一些股票甚至在 50 年里从未停止派息。"

4 月 19 日： 希尔森汉米尔公司梅兰德说："如果只着眼于市场观点，我们可以明显地看到，买主和卖主都已经彻底地意识到，与许多公司遇到的逆境相比，股票交易的逆境具有更大的严重性。"

4 月 25 日： 赫顿公司胡珀说："股市给我留下了太多值得回忆的东西。自从 1946 年夏天以来熊市的进程就毫无规律可言，与其他股票相比，某些股票更容易被清算，随着收益率的下降和红利百分率的增加，市盈率也会增加。我们应该仔细观察新的价格因素，不要以为市场观点始终受相同因素的影响。此外最近几年股价与商业指数和利润背道而驰。"

4 月 25 日： Arthur Wessenberger 公司说，除了一战和二战的关键时刻，以及 1873 年和 1932 年严重恶化的经济萧条时刻，股票价格从来没有低于股[illegible]

4 月 25 日： 赫顿公司诺曼·芬克（Norman Funk）说："目前的股票市场可能不得不采取守势。然而最近的数据表明股市出现了大量的空头头寸，而且在数月中面对着不利的交易报告，市场仍保持它的一般稳定性，这都表明了市场潜在的稳定性。

4 月 28 日： Harris，Upham&Co. 乔治·巴斯（George G. Bass）说："此时的市场无疑已经无法继续前进，良好的收益率和其他消息并未对市场造成任何影响。"

5 月 2 日： 上周交易者对国外的发

愿采取了观望策略，投资者显然更加关心本国越来越明显的通货紧缩。

5月2日：本周初投资者并未预料到利好消息的出现，因此股市只出现了极其微弱的回升。早在2月的最低点时投资者就猜测熊市可能出现，而此次微弱的回升让他们更加肯定了自己的猜测。

5月2日：华尔街几家最大的机构宣布，最近他们增持的股票数量是自1929年以来最多的一次。这种言论得到投资者普遍的信任，因此在过去两周里，空头头寸再次大量增加。此外随着买空人数的减少，面对着即将到来的股价下跌，这种缓冲可能是非常有必要的。

5月2日：费城Coffin，Betz&Co.宣称："在11月底熊市见底时再次出现许多卖空者，他们希望以此获利，然而这个愿望却从未实现。"

5月9日：尽管在短暂的储备中股票数量没有持续缩减，但投资者希望得到全面的技术分析。

5月10日：Hugh W. Long &Co.宣称："在这十几年里，经济活动水平与证券价格水平很少或是没有出现任何关联，因此不能根据目前的商业重新调整来猜测证券价格一定会进行调整……"

5月10日：Hertzfeld & Stern公司梅辛（A. J. Messing）说："我们看到此时的股市出现了重大反弹，同时我觉得今年股市已经跌至最低点，这两者之间并不存在任何分歧。"

5月12日：肯尼思·沃德（Kenneth Ward）说："当收益率大幅下降，大量高品质股票仍被以某个基准价格出售时，这通常表明最佳购买时机即将到来。"

5月12日：梅特莱公司宣称："依我们看来，如今的投资者已经有机会利用那些极具吸引力的价格标准。"

5月13日：胡珀说："我们认为，在今年夏初，技术因素导致股价出现季节性的升高。"

5月13日：股票市场持续僵局状态，买空者推翻这甚至比柏林封锁还严重。与其他月份相比，5月更多的股票以溢价发行。

5月14日：碎铜价格停止下降之后的公告激励起了华尔街的积极性。

5月14日：Walston，Hoffman & Goodwin公司埃德蒙·塔贝尔（Edmund W. Tabell）说："我的技术分析预示着市场很快就会进入卖空状态。股市可能需要进一步的压力，但我们发现股市即将出现较大的回升。"

5月14日：在过去6个月中，尽管市场充斥着各种负面消息，但道琼斯工业平均指数仍在7%的成交价格幅度内变动。

5月19日：碎铜价格停止下降后，投资者开始解除空头头寸，所产生的影响超过华尔街的预期。截至5月13日，回补的空头头寸增加了130 058股，最后回补的空头头寸达到了1 628 551股，达到16年以来（或是自1933年2月27日以来）最严重的一次……技术人员发现，最近213天的交易报告表明，上月空头头寸是在日均换手率的基础上进行回补……拥有空头头寸最多的机构分别

全国最低交易手续费免费 理财中 可参股股指原始期货开户 零佣金 不限资金量从交易量直接申请交易所手续费
任何地方都可以找我们做 10倍高倍杠杆 客服QQ微信 4582.8088 期货开户扎全部上载入 http www.he p.net

是百事可乐、哈德森汽车和通用汽车。

5 月 20 日： 一家股权公司持续以合理的交易惯例进行交易。这鼓励了许多经纪人、评论家、技术人员以及其他研究者，他们认为大量通货紧缩消息的出现具有了更多的有利面。

5 月 24 日： 股市大幅上涨，昨天道琼斯工业平均指数已接近 171.10 的压力线。但对技术人员而言，成交量的减少并不是无法弥补的。最近几周日均成交量为 75 万。而他们预测少数股票的价格将进一步上涨，这将给市场带来乐观情绪，它的重要性仅次于换手率的增加。

5 月 25 日： 波士顿 Vance，Sanders & Co. 宣称："在 1932 年至 1933 年经济萧条时期，普通股的分红达到了 50 年里的最低点，因此导致普通股的价格达到了最低点。但是这只是一个例外。"

6 月 1 日： 1949 年的股市分析表明，在 1949 年会出现三重底（163～165），它们分别与 1946 年、1947 年和 1946 年的最低点相吻合。而它们也确实即将来临。

6 月 3 日： 另一方面，公司收益居高不下，市场也会因出现乐观情绪。但有人怀疑，市场表现过于缓和可能导致大量持有这种股票的投资者在这个转折点把股票抛向国外。

6 月 4 日： 赫顿公司胡珀买入的 225 支股票的价格低于公允价值。

6 月 10 日： 赫顿公司胡珀说："就我们而言，我们更乐于购买股票。如果熊市是可取的话，那就说明在不同的时期股价分别为 160 美元和 40 美元，两者之间的差价也正是我们交易的目的。记住，此次过渡时间已经超过平均时间，股市收益永远不可能等于营业额或企业利润。如今存在大量的空头头寸，而根据营业额计算，我们已经达到'饱和点'，各个机构进一步开始买压，即使处于熊市中，一般来讲，今夏中期股市会出现回升。"

6 月 11 日： 被失望情绪掩盖的另一事实就是，尽管工业股票已经停止上市，但铁路部门还是跌至今年的最低点。换手量下降到了 80 万，与之前的 138 万和阵亡将士纪念日的 124 万形成鲜明的对比……工业股票的平均基准比 1945 年以来的最低点高 1.49 个基点，铁路股票比 1947 年的最低点高 1.54 个基点。随着本周交易的结束，买空者和卖空者同时意识到，下周将会非常有趣。

6 月 13 日： 道琼斯工业平均指数跌到谷底 161.6 点。

6 月 14 日： 国家证券公司是最大的信托公司之一，它的财政年度截至 4 月 30 日，经营者认为："这是投资长期收益性证券的有利时机，在我们看来，1949 年会给投资者带来不错的收益。"

6 月 15 日： 尽管股价没有再次下跌，但工业股票和铁路股票却都达到了日交易的最低点，分别达到 1946 年 10 月 30 日和 1947 年 5 月 19 日的水平。

6 月 15 日： 5 月 29 日是这个熊市的第三个周年纪念日，它比其他熊市持续的时间都长，甚至比 1929 年 9 月至 1932 年 7 月的熊市还要长。

6 月 16 日： 肯尼思·沃德说："在

www.7help.net

过去的几年里，《道氏理论分析》更能指明出售股票的有利时间，但对于购买时间的指示不够明确。然而本书作者并未指明出售时间，而是出现了大量的购买时间。”

6月17日： 在最后一个小时内，股价跌至今天的最低点，而换手率只有周二下午两点的周转率的一半。

6月17日： 赫顿公司胡珀说：“熊市中出现了最后阶段应该出现的一些特征。非常重要的一点是，成交量下降之后股价总会随之下跌。

6月21日： 空头头寸的微量减少表明，收盘之后华尔街多少有些吃惊，他们本来认为会有更多人支持“熊方立场”。

6月25日： 一些分析认为，为了保证“防御性”股票的内在安全，投资者需要支付自1942年以来最高的额外费用，这也说明股市中可能出现更多的投机活动。

6月29日： 波士顿凯斯通公司宣称，在这几年里30只股票的平均市盈率为15倍。而在牛市中它们的市盈率可以达到25倍。在不久前的熊市中，它们的市盈率为10倍。而在最近的12个月里，他们的市盈率只有6至7倍。

7月1日： A/M. Kidder &Co. 宣称：“我们不会因为最近各种事件的发生而不假思索地加入卖空者的阵营。”

7月5日： 银行股票交易员期望第二季度的市场收益会有所增加。然而美联储上调政府债券价格的决定让他们彻底失望了。

7月6日： 贝奇公司山姆·史密斯说：“从以前的事例中可以看出，证券价格的反弹趋势是由政府债券的强度刺激产生的。随后这种需求溢流到其他等级的债券和股票，最后所有类型的证券都加入到这种趋势中来。随着政府债券价格的上涨，投资者开始寻求更多的收益率和自信心，而这会对其他证券产生一定的影响。假定当前市场会出现这种模式还为时过早，但我们应该牢牢记住这种可能性。”

7月7日： 昨天最后一个小时的股票成交量达到自6月15日以来的最高点。自1948年5月17日以来，昨天下午两点后的单位小时换手量达到最高的81万股，这也使全天换手量达到了自3月30日以来的最高点。因此昨天的成交量并未因为股市的下滑而有所降低，这是收盘之后技术人员重点强调的一点。

7月8日： 股价在3天内连续上升，但预期的反应却丝毫不见踪影，成交量反而开始紧缩。

7月8日： 周三温和的技术回升带来“夏日回升”。第二季度出售行为较为活跃，成交量已经连续5天表现突出。

7月14日： 昨天的股市再一次莫名其妙地上涨。面对让人焦虑的环球资讯、国外始终未减轻的紧张和受损的技术状况，成交量再次超过了百万大关。随之这三者的平均值也恢复到最高水平。在周二的市场里出现941只股票，而现在市场交易的股票达到了1 016只，这也是值得深思的事情。

7月14日： 股票仍延续了昨天的模式，在最后一个小时的表现最惹人注

目。股票经纪人说，这段时间股市持续发展，那些时刻注意消息动态的人可能是这种需求产生的诱因。

7月16日：面对钢铁工业罢工和其他几个产业中不太理想的劳资关系，本周股市还是持续稳定地前进。

7月19日：弗吉尼亚州里奇茨威尔W. E. Buford & Co. 发布的"利润再投资"中有一部分是这样说的："对3 000只股票的研究表明，目前大约有1/4的股票价格低于过去6年再投资的利润数额。"

7月20日：美国一个最大的私人财产管理公司经理说："我并不会追随此次股市的回升，但在市场再次暴跌之后，大量投资者就开始抛售，这让我感到紧张。我不喜欢这种扎堆现象。"

7月20日：Carl M. Loeb Roades & Co. 宣称："这似乎证实过去一两年里自信的投资者的言论。他们说，如果市场从来没有出现盲目乐观的情绪，而且在两年前就预言营业额的下滑，那么当经济进入萧条时期时，市场通常不会大幅下跌。"

7月21日：最近市场中出现了1 644 313个空头头寸，这就表明这些股票必须在未来某个时间被回补。这个数字与1933年1月的1 643 047几乎相同。在这个月的15日之前，日均成交量与最新的日成交量的比率为2.4比1，这达到自1938年5月以来的最高点。技术人员说，在先前的那两个时期中，卖空者明显是不明智的。

7月25日：赫伯特·金（Herbert G. King）说："交易者不应该忽视股市正坐在一个火药桶上。有段时间股票不断进入有实力的投资者手中，大量空头头寸的潜在力量是极其可怕的。有一件事情是可以确定的：业余投资者很少可以通过做空而获利。"

8月5日：Harris，Upham & Co. 拉尔夫·罗斯特说："在1929年这个景气年份，普通股的价格大幅上涨，而债券收益率仍比普通股的收益率高1.75%左右。在1932年不景气的时候，股票收益率与债券收益率几乎相同。1937年股票收益率比债券收益率高1.5%以上。1942年股市受到战争前景的不利影响，但股票收益率仍比债券收益率高3%以上。目前股票收益率比债券收益率高4%。这个差值达到过去20年以来的最高值。"

8月9日：G. H. Walker & Co. 对股票市场的前景表示："照目前的情况来看，大量潜在股票购买者期待在低价水平时出现另一个购买时机。"

8月14日：赫顿公司胡珀说："此时令人困惑的一点是，许多人仍然对市场不抱有太多的希望。"……这种投资怀疑论其实对技术状况是有利的。事实上，那些相信市场有所回升的专家是研究历史和技术分析的专家。他们宣称，只有当成交量大幅上升时，市场才会开始反弹。

因此，与1932年和1921年一样，在1949年股市见底时，许多投资者

全国最低交易手续费免费，理财由……万余家股指股票自助开户……不限资金量……任何地方都可以找到我们……10倍杠杆……QQ咨询……4582.8088……http://www.theqi.net

对股市的前景抱有乐观的态度。

正如在20世纪的四大熊市见底中我们看到的那样，1949年投资者已经开始在股票市场敲起了战鼓。但他们高兴得太早了，此后股市又进入了更低的估值时期。当标准普尔综合指数成分股的市盈率下降到1871年至1947年平均水平以下时，1947年1月前后市场价值还是很明显的。在经过了几乎18个月之后，股市才真正跌至谷底，此时道琼斯工业平均指数已经下跌10%。

股市出现温和的下跌，而收益率却暴增，这也是市场价值出现的原因。截至1949年6月，标准普尔综合指数成分股的市盈率几乎比1871年至1947年的平均水平低60%。对于那些寻找熊市谷底的人来说，价值投资者吹响的号角并不足以对他们形成吸引力。

虽说1949年股价下降10%之后就低于公允价值，但我们看到，1932年当股票已经非常便宜时，股价又再次大幅下跌。当然价值投资者从不关注当前收益率和当前市盈率。那些把视线放在企业财产潜在价值上的投资者，将会发现股市长期以来处于低估值时期。

早在1939年市场q值就在几何平均数以下（见图9—4)，这表明从1939年至1949年股票价格一直低于公允价值。在寻找熊市谷底的过程中，要判断股价是否低于公允价值，而且希望避免投资过早或股价的再次下降，那么他就要同时关注其他因素。

1949年5月和6月许多评论家注意到，股市并未对负面消息做出消极反应，这在很大程度上表明未来股市下跌的幅度是有限的。

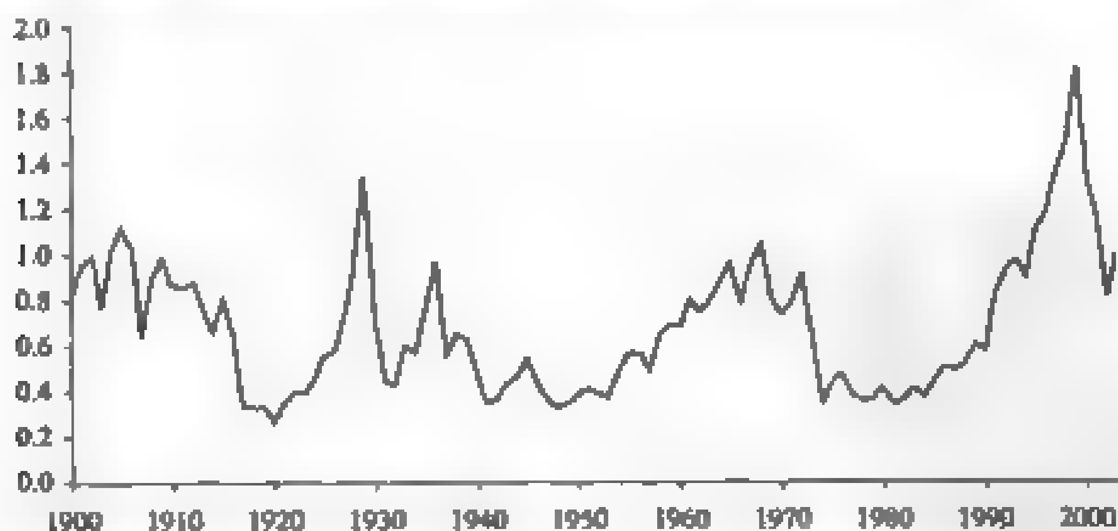


图9—4　q值

来源：史密瑟公司

在熊市的最后时期以及股市回升的初级阶段，这种反弹现象是很明显的。投资者对于利好消息和负面消息表现出的冷漠可能预示着这些卖空者并未空头回补，但同时股市也不会进一步下跌。如若如此，当市场对各种消息表现得很冷淡时，那么市场的供需将会有良好的发展前景。当长期以来空头头寸持续增加时，这种立场就反映出很明显的重要性。

1946 年至 1949 年熊市见底的一个突出特点是，当股市反弹时，每天最后一个小时的成交量经常会达到最高值。这一点可能表明，当股市并未下跌时，卖空者就会觉得自己的等待是明智的。在 1949 年股市反弹期间，后市表现强劲，这就表明那些在股市再次下跌时买入股票的人不得不放弃了。

大量空头头寸出现时，股市并未受负面消息的影响而下跌，这明确地暗示了 1921 年、1932 年和 1949 年股市的反弹。

这种组合之所以具有这种力量，其中一个原因是因为能够放空的人早已经卖空。尤其重要的是，站在卖空阵营里的人越来越多。在所谓的“狂热”时期，许多没有经验的小投资者投身于牛市，与此时的情形截然相反。随着“小卖空者”人数的不断增加，卖空股票的行为也表现出了类似的狂热，这预示着放空股票的积极性和能力受到了某些限制。

股市在低成交量的基础上出现了反弹。在反弹的初级阶段，卖空额并未出现变动。通常几周以后，这些卖空者的“投降”迹象就会非常明显。卖空者的投降行为是由股价上升和成交量增加引起的，还是它本身导致了成交量的增加，这个问题是难以理解的。对股票投资者而言，结果已经很明显，卖空行为没有阻止股市的反弹，这增加了股市稳定回升的前景。更重要的是，假如成交量再次增加时，卖空仍没有阻止股市的反弹，那么就会成为股价直线上升的诱因。

历史表明，在股市谷底技术分析师通常会把股价下滑与成交量下降同时发生以及股价上升与成交量增加同时发生作为股市中的重要元素。无论卖空会对成交量的增加起到什么作用，在股价首次大幅上升时成交量开始增加。在 1921 年、1932 年和 1949 年，成交量的增加在很大程度上说明，股价会持续上升到更高的水平。图 9—5 说明股市首次回升后成交量增加，投机行为也没有出现。

在其他的熊市中，当熊市跌到谷底时，股市通常会出现最后一次大幅

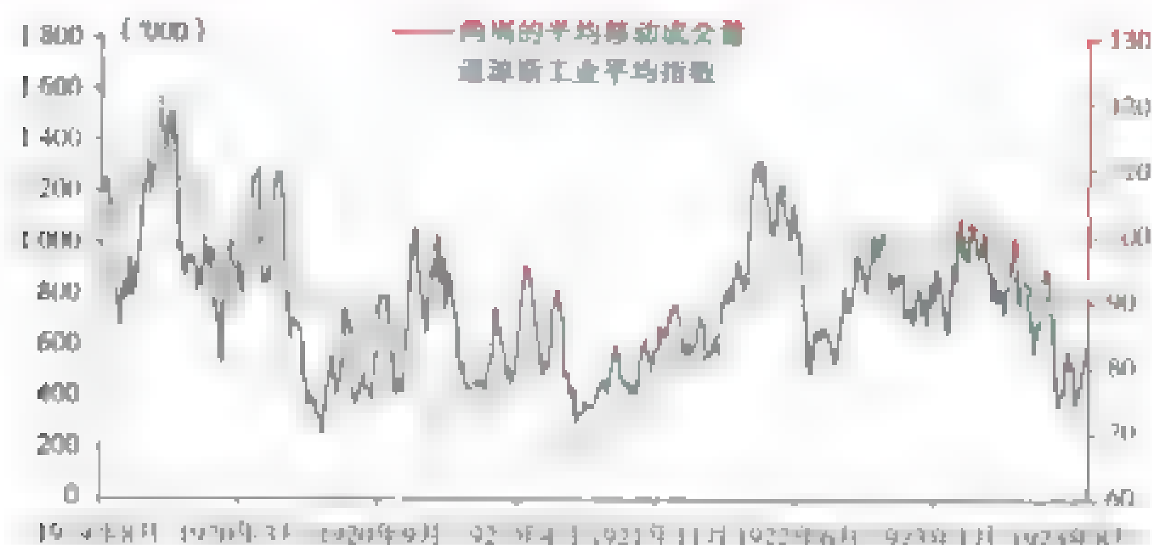


图9—6　道琼斯工业平均指数，两周的平均移动成交量

来源：道琼斯公司和纽约证券交易所

下跌。然而这次股市最后下跌时，成交量并未出现任何激增。正如我们所见，在熊市最后一次下跌时成交量很少。

在1921年和1932年卖空者被一些大投资者所代替，这就明显预示熊市就要走向尽头。尽管如此，1949年卖空者很少注意股票持有的分配情况。在1921年和1932年，股票持有的分散率超出历史最高水平，这在很大程度上说明，一些大投资者即将集中控股，这也被认为是预示熊市结束的主要因素。然而当股东的扩散率达到最高水平时，美国钢铁股票的价格出现反弹。这在30年代之前能够很好地预示着市场的变化，而之后却总是提供一些错误的信息。1949年股票持有分配情况导致了评论量的减少，这可能就是这种特殊"指示器"准确性下降的原因。

然而随着一些机构的出现，这些大股东长久以来降低股票的分散率，但这仍被认为是预示熊市结束的重要标志。

与此同时1949年熊市见底时中购买行为更加稀少。《华尔街日报》描述了美股的普遍分布，但只提及了少数股票持有者的购买行为。1949年4月20日美国历史中最大的股票持有者产生，他拥有美国电话电报公司2 300万股票中的1 900万股。如果94%的美国电话电报公司股票持有者都持有100股或是更少的股票，那么这个计算过程可能是极其艰难的。在通用汽车公司，59%的持有者每人持有的股票都少于26股。在1949年4月的通用电气会议上，公司表示45%的股票持有者是妇女。在熊市中，股票掌握在少数人手里是一种正常现象，那些买空者会等待那些大投资者出来

全国最低交易手续费免费 理财 可在A股指定的期货开户 零佣金 不限资金单位交易量直接申请交易所手续费
任何地方都可以找到我们 10倍赔偿差价 咨询QQ 4582.8088 期货开户私人指导下载 http www .net

控股。在经纪人期待从富翁那里得到本息偿还时，这个“小矮人”正持续对企业施以推动力：

一位华尔街人士说：“他必须做出决定，要不把股票卖给小矮人，要不然寻找另一份工作。”税收已经使这个“富翁”瘦得皮包骨了……一些股票和债券经营者认为，他们最大的问题之一就是教育背景。战时和战后的通货膨胀导致许多人把钱握在手里，而不习惯于购买证券。

Merrill Lynch、Pierce、Fenner & Beane 公司将发动小额投资者进行投资，教育课程也在如火如荼地进行着，这将增加未来的红利。1949 年这个公司设立了一个“只为女士”的投资课程，以美林发言人的话说：“一个男人永远不会想到，向他的妻子讲述这些事情的时候，她会非常厌烦。”(《华尔街日报》，5 月 20 日) 一些妇女对此很有兴趣。此外美国商业公司的妇女股东联盟也迫切要求美国主要企业有女性董事。当这种提议把“妇女的观点”带到了国际乳制品董事会上时，《华尔街日报》报道：“一个股票持有者——一个单身男子说，他确信，已婚的董事长一年 365 天都会接收到妇女的意见。”

《底特律劳动新闻》(*Detroit labor News*) 是美国劳工联盟的一份报纸，美林在上面打起广告——欢迎参加投资课程，男女共同上课。一位到场的工人说，他听过很多经纪人是一群骗子的说法，因此他最好自己核实一下，随后他开了一个账户。熊市中通常有许多小额投资者，但他们只投资最安全的股票，而且他们也只是持有并不进行交易。

1949 年夏天《华尔街日报》到处充斥技术分析师的评论，他们重点强调了道琼斯工业平均指数维持在 160 至 165 之间的重要性。这个水平被证明确实很重要，在 6 月 13 日道琼斯工业平均指数跌到最低点 161.6，而随后股市开始剧烈地反弹。

正如在 1921 年和 1932 年，道氏理论在 1949 年再次取得了显著的成绩。6 月 14 日《华尔街日报》指出，工业股票和铁路股票并未跌破日内最低点。在 6 月 16 日的《华尔街日报》上，肯尼斯·沃德引用道氏理论来推荐选择性购买。而如今在《华尔街日报》之外道氏理论仍被大家关注。道氏理论的忠实支持者乔治·沙弗在 1949 年 6 月 18 日为他的客户们写了一份乐观的简报：

直到我动笔之前，市场仍没有跌破 20 年以来成交价格日内最低点。在关键性的突破发生之前，平均指数会有所上升，并到达这个范围的上限，

或是长期在这个范围内持续波动。1946 年 10 月工业平均指数跌到日内最低点 160.49，而 1947 年 5 月铁路平均指数创下了日内最低纪录 40.43。上周这两个平均指数都接近最低点，但并未突破。周二这两个平均指数的日内最低点分别为 160.62 和 40.88。当平均指数跌到最低点时，成交量出现微弱的下降，而就在这一天，散股卖空订单猛增到 121 个。市场并未出现关键性突破，这一事实暗示平均指数达到最低点之后，就会出现一次回升。

在 1921 年、1932 年和 1949 年，道氏理论在几天之内就准确预测出了道琼斯工业平均指数的最低点。

债券与熊市

罗伯特·霍顿看着墨菲。墨菲猜不出他在想什么，因为他表现得很放松也很平静。霍顿说：“嗯，我不知道。我不想变得一窍不通。我想赚更多的钱。我想具备买卖股票的智慧，而且是非常想。事实上这正是我来这里的原因之一。”

“当然，要了解股票和债券，你必须学习更多的东西。也就是你所了解到的所有有关的东西。”

“好的。”

——戈尔·维达尔《在黄叶林中》

战后时期债券市场的反常已经被详尽地讨论过了。事实上，美联储购买政府债券使收益率直线上升，这已经扭曲了市场收益率。联邦债券价格的支持水平明显地影响着商业固定利率债券的价格变化，但商业固定利率债券仍在自由市场进行交易。

如图 9—6 所示，1946 年美国政府长期债券收益率低于支撑收益率 2.25%，在 1946 年 4 月的第二周其收益率达到了最低点 2.03%。此后价格开始下降，美联储的资产负债表显示，1947 年 11 月美联储就需要介入市场来阻止价格跌破支持水平。1948 年美联储进行了大量的支持性操作，因此政府债券价格被抬升了 129%。随着一般物价水平下降的迹象越来越明显，1948 年 11 月政府债券开始回升，直到 1949 年 11 月收益率已经达到了 2.18% 时才停止回升。

全国最低交易手续费……期货开户……QQ……45821088……www……

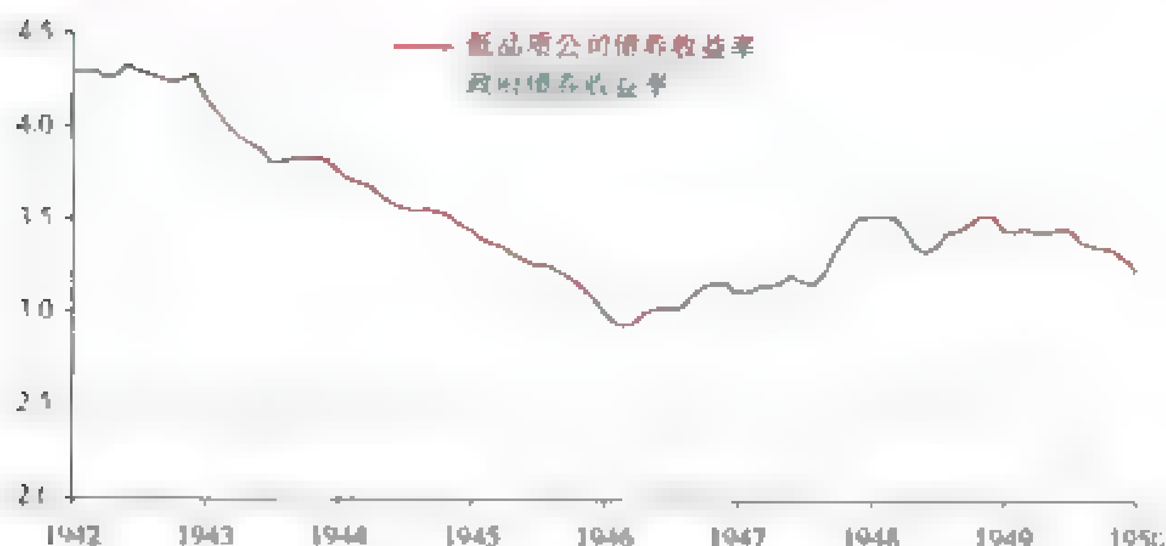


图 9—6　长期政府债券和低品质公司债券的收益率

来源：道琼斯公司和纽约证券交易所

与政府债券收益率相同，穆迪优质公司债券收益率在 1946 年 4 月跌到最低点 2.46%。随后在 1948 年 1 月的第一周，收益率从最低点上升到 2.90%。在这个基础上，公司债券开始不断回升，直到 1949 年 12 月的最后一个交易日，回升趋势以 2.57% 的收益率结束。穆迪低品质公司债券收益率的变化出现了相似的情况。1946 年 4 月这些债券的平均收益率达到最低点 2.94%，在出现较大的回升之前，收益率在 1948 年 1 月的第一周上升到 3.56%。然而与优质公司债券相比，低品质公司债券的回升持续时间相对较长，直到 1951 年 2 月收益率才达到 3.16%。1948 年 1 月优质和低质公司债券的价格跌到最低点，这比政府债券的回升提前了 10 个月，比股市见底提前了 16 个月。而在 1921 年和 1932 年，这个顺序有所不同，首先是政府债券的回升，随后是公司债券跌到最低点，最后是股价的稳定。

尽管公司债券在政府债券之前开始回升，但在 1948 年 11 月政府债券开始回升之前，其回升速度趋于缓和。从 1 月至 11 月，低品质公司债券的收益率从 3.56% 下降至 3.54%。

尽管与 1921 年和 1932 年相比，1949 年存在着某些特殊性，但在政府债券开始回升之前，公司债券的回升是趋于缓和的。

1949 年公司债券和政府债券回升次序的不同可能是由政府债券市场的扭曲引起的。在这种环境下，由于债券投资者穿梭于这两个债券市场，因此公司债券市场的收益率也可能被扭曲。从 1947 年 11 月至 1948 年 11 月，美联储不得不介入市场来支撑政府债券的价格。在这

种情形下，公司债券明显地从1948年1月开始回升，这很可能是因为投资者从低利率的政府债券市场转向高利率的公司债券市场。因此政府债券市场提前回升是由美联储对政府债券市场的支撑而导致的一种反常现象。

在意识到1949年公司债券和政府债券回升的次序不同时，我们一定要记住战后反常的环境。在1921的和1932年政府债券稳定之后，随后是公司债券的稳定，最后是股票的稳定，这似乎才是更正常的顺序。

正如1921年和1932年，美股价格下跌到重置成本的30%时才停止继续下跌。除了利率政策受到控制之外，1949年出现了与1921年相同的信号，信贷控制的放松预示着熊市已经走入最后阶段。在这三个时期当中，美国实行的都是固定汇率制。在这种环境下，其他因素都按照预想的路线进行调整，这使货币的对外价值保持稳定。因此有些人期待那些信号会真正起到一定的作用。在最后一个大熊市谷底（1982年），这些信号的有效性受到了严峻的考验。1982年美元走进了自由浮动机制，弹性通货再也不受限制，通货紧缩早已成为历史。那么，在1921年、1932年和1949年中相同的信号仍会有效地预示牛市的开始吗？



第四部分

"经历了 14 年的低迷之后"

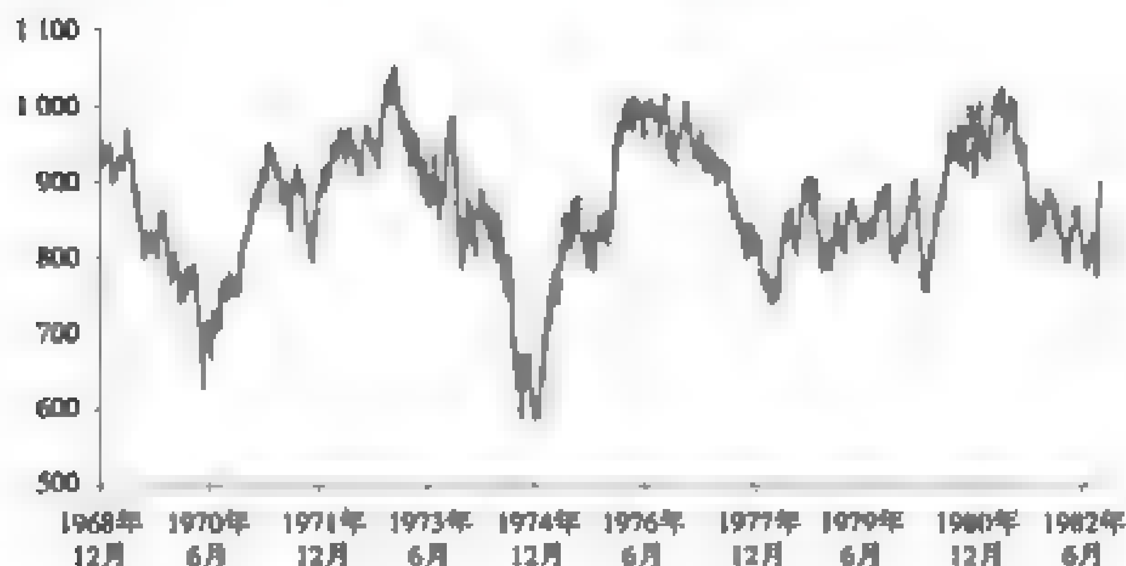
(1982 年 8 月)

老旧的纺织设备已经无法应对如今的服装打折……绵延的废弃铁路、车行、堆积如山的车轮和空车厢，就如一把锈迹斑斑的匕首深深地插进了城市的心脏。

——约翰·厄普代克（John Updike）《兔子富了》（*Rabbit is Rich*）

导读
Anatomy of the Bear

○ 1968 年 12 月至 1982 年 9 月道琼斯工业平均指数



来源：道琼斯公司

对投资者而言，1949 年至 1982 年之间是一条漫长的道路，在此期间，他们不得不面对全球性通货膨胀这个前所未有的困难。以前大多数通胀的爆发都是由战争引起的，但一般而言经济扩张时期的通货膨胀都会被经济萎缩中的通货紧缩所代替。然而到了 20 世纪 60 年代，通货膨胀已经不会因为一次经济萎缩而必然消失。这种现象越来越明显。许多人指出，对股市而言，这种“新现象”起到了积极作用，因为企业管理人员将会因此保持甚至提高利润率。难道它会改变股票的特征吗？它会改变熊市的本质和最终的结局吗？按实价计算，截至 1982 年 8 月，1906 年 8 月的标准普尔综合指数早已一去不复返了。这正是如今美国的真实写照，对美国而言，几乎持续了 18 年的牛市已经成为历史。

全国最低交易手续费……开户……www.7help.net

第 10 章

迈向 1982 年 8 月：

前所未有的通货膨胀

在 1949 年酷热的夏天，随着华尔街在经济不景气的氛围下日渐衰弱，影视大片《琼斯海滩的女孩》给露天影院中的美国人带来了丝丝凉意。电影中，主角——鲍勃·伦道夫，是一位杂志插图画家，他只是利用图画刻画了一个“完美的少女”，然而后来他却在琼斯海滩遇到了图画中少女的真实化身。伦道夫借机假扮成一位卑微的捷克移民来讨好这个女孩，试图获得更多的机会。尽管演员弗吉尼亚·梅奥（Virginia Mayo）在影片中表演出色，然而这并没有保证电影的卖座率。而伦道夫的扮演者罗纳德·里根（Ronald Reagan）却受益颇丰，他在 1982 年竞选成为美国总统。其实在 1949 年里根出游长岛时，美国就发生了改变，然而唯一不变的是，华尔街依旧处于不断地衰落中。

在本书提到的股市被极端低估的时期中，1949 年夏与 1982 年夏之间的间隔是最长的。这本身可能表明极端估值不再普遍出现，但我们在做出结论前一定要深思熟虑。比如说，如果只选取四个熊市见底作为分析对象，那么其他类似的片断就被排除在外。而如果要研究五个熊市见底，那么分析报告中就要把 1974 年计算在内，此时低估值时期的分布就会变得截然不同。对当今许多投资者而言，1974 年 12 月具有一个大熊市见底最显著的特征。因此，我们需要做出一个简洁的说明，来解释一下为什么它在 20 世纪的五个熊市见底中只排到了第五位。表 10—1 显示，1974 年的股价与 1921 年、1932 年和 1949 年的股价几乎相同。

表 10—1　　五个熊市见底的 q 值

年份（年）	年末的 q 值	熊市见底时的 q 值
1921	0.35	[illegible]
1932	0.43	0.30
1949	0.36	0.29

[illegible] 4582.8088 [illegible] www.[illegible].net

[illegible]

年份（年）	年末的 q 值	熊市见底时的 q 值
[illegible]	[illegible]	[illegible]
1982	0.38	0.27

来源：史密瑟公司

如图所示，1974 年 12 月道琼斯工业平均指数下跌到谷底，使得年末的股价出奇得低。而对表 10—1 中的其他年份而言，年末的股价都已经有了较大的回升。然而，如果我们分析 1921 年、1932 年和 1949 年夏道琼斯工业平均指数上扬时的 q 值，就可以得出，与 1974 年同期相比，这三个时期的股价明显偏低。如果利用 10 年中各个时期的收益数来计算循环性调整市盈率的话，我们就可以得出一个类似的图表。1974 年 12 月的动态市盈率为 11.2 倍，完全高于 1921 年 8 月的 7.4 倍和 1932 年的 4.7 倍。1974 年的动态市盈率与 1949 年 6 月的 11.7 倍相比稍微偏低，但仍高于 1982 年 8 月的 9.9 倍。我们分析了 q 值和动态市盈率就可以得出，在五个熊市见底中 1974 年排到了第五位。

当然，我们也可以利用评估准则来判断最大的熊市见底，这也需要我们根据投资者的收益情况来选取不同的时期作为研究对象。我们尤其要注意那些投资者疯狂进仓并确信会获得高收益的时期。图 10—1 显示，1974 年 12 月的熊市见底创造了一个很高的交易量，但并未创造很高的进仓量和持有量。

图 10—1　1965 年 1 月至 1984 年 12 月的道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

1974 年 12 月之后股市反弹，股价大幅上升，而与之明显不同的是，1921 年、1932 年、1949 年以及 1982 年之后的股价基本持平。

全国最低交易手续费免费……理财……开户……不限……交易……申请……手续费
任何地方……QQ……4582.8088……开户……http……www……net

在华尔街巨大进仓的历史中，通货膨胀是 1974 年之所以排名第五位的另一个重要因素。投资者在 1921 年、1932 年、1949 年以及 1982 年之后得到了丰厚的实际收益。

然而，耶鲁大学教授罗伯特·席勒的计算数据表明，1982 年的标准普尔综合指数与 1974 年 12 月相比下跌了 13%。在 1921 年、1932 年以及 1949 年，随之而来的通货膨胀并没有在本质上减少投资者的实际收益。虽然 1982 年后的通货膨胀并没有阻止投资者实际收益的增加，然而它确实起到了极度深远的影响。表 10—2 显示，1974 年 12 月后的 5 年至 10 年期间，投资者的实际收益已经趋向平缓。

表 10—2　　熊市见底时的标准普尔综合实际价格指数的变化情况

	5 年	10 年	15 年
1921	+106%	+152%	+211%
1932	+200%	+46%	+92%
1949	+84%	+237%	+343%
1974	+9%	+21%	+114%
1982	+143%	+163%	+414%

来源：www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm

在 1974 年后的 15 年中，投资者的收益颇丰，然而这些收益完全得益于 1982 年熊市见底后的收益。尽管 1974 年 12 月是进仓的大好时机，然而无法与 1921 年 8 月、1932 年 7 月、1949 年 6 月以及 1982 年 8 月相提并论。在研究估值基础和回报基准时，1974 并不在美股四大熊市见底之列。

在 20 世纪四个购买股票的最好时机中，有两个在上半世纪，而另外两个分别处于世纪中叶和最后的 25 年。我们可以发现，如果选择五个低估时期作为研究对象，20 世纪的最后 25 年会出现两个低估时期，因此就产生了一种对称分布的现象。当然，考虑到经济结构的改变，我们更希望低估值时期减少。

20 世纪期间，从金本位到金汇兑本位，到布雷顿森林体系，再到自由浮动的外汇率，美元的弹性开始增强。随着美联储对货币政策作出回应的能力日渐成熟，减价出售股票给投资者带来的收益率也日趋下降。有趣的是，在图表的数据中这个现象体现得并不明显。与下半世纪相比，上半世纪中的 q 值具有更大的稳定性。尽管自 1900 年以来 q 值有了明显的提高，然而当今的股价却有可能下跌至一个世纪前的价格。我们是如何识别出 1982 年的最后一次低估值时期的？我们又会从华尔街历史中的这个时期学

到什么呢？要想理解 1982 年的市场动力学体制，我们首先要分析 1949 年至 1982 年之间道琼斯平均指数的运动状态。

在这 33 年期间，华尔街出现过很多牛市和熊市。一般来说，指数下跌超过 10% 就会形成熊市，由此我们可以得出，至 1982 年夏天共出现过 16 次熊市。然而，要想弄清楚 1982 年的股价是怎样进入低估期的，我们最好选取这段期间内两个具有标志性的牛市和熊市来进行分析。

道琼斯指数：1949—1968

如果利用道琼斯工业平均指数作为指标，那么可以得出，牛市形成于 1949 年 6 月，结束于 1966 年 2 月。然而以标准普尔综合指数作为指标却显示出，直到 1968 年 12 月牛市才走到尽头，而此时的道琼斯工业平均指数只比 1966 年的最高点少了一个百分点。标准普尔综合指数达到最高点时，也正是交易量最大的时候，因此通常我们就把这视为牛市的结束。

尽管 1966 年以来道琼斯工业平均指数并未上升，然而截至 1968 年纽约证券交易所的月平均交易量已经提高了 48%。在这两年中，我们可以看到集中购买量激增，并出现了许多新的投资管理方法。毫无疑问牛市并不是结束于 1966 年，而应该是 1968 年。在这次大牛市中有很多次指数调整都超过了 10%，因此，从某种角度来说，这期间也应该出现过一些小熊市。表 10—3 显示了 1949 年至 1968 年之间道琼斯工业平均指数调整超过 10% 的时期。

表 10—3　　1949 年至 1968 年熊市中道琼斯工业平均指数下跌的百分比

1949 年 6 月至 1950 年 7 月	13%
1952 年 1 月至 1953 年 9 月	13%
1956 年 7 月至 1957 年 10 月	19%
1959 年 1 月至 1960 年 10 月	15%
1961 年 12 月至 1962 年 6 月	27%
1965 年 5 月至 1965 年 6 月	11%
1966 年 2 月至 1966 年 10 月	25%
1967 年 9 月至 1968 年 3 月	13%

来源：道琼斯公司

人们以当时总统的名字称呼这些熊市中的最大熊市，如 1962 年的"肯尼迪暴跌"。当时，刚上任的约翰·肯尼迪因压制钢铁公司的提价行为

全国最低交易手续费……
……QQ……4582.8088……

而被称为"反托拉斯主义者"。他的提案榨干了企业的利润，致使市场进入低迷期，而此后市场始终没有好转的迹象。10月22日至28日之间的古巴导弹危机更是让人们陷入了恐慌，但这期间市场却有了微弱的回升。然而，1966年的自信危机再次引发了市场的剧烈下滑，就像亚当·斯密在《金钱游戏》中描述的那样，华尔街不再相信任何事情：

> 他们不相信约翰逊，他们不相信华盛顿中发生的任何事情，他们认为税收并不会增加太多；他们不相信会摆脱越南战争；以及……没有人会认为工资可以填饱肚子。
>
> 华尔街完全被洗脑了。然而值得肯定的是，1949年至1968年之间暴跌的行情在很大程度上得了回升，标准普尔综合指数上涨了662%，如果按市值计算的话，相当于上涨了413%。

如图10—2显示，许多年后市场一直是扶摇直上。1949年12月至1953年6月之间出现很大的反弹，但截至1953年9月指数上升了29%时市场复苏速度开始下降。这是因为，华尔街在战后时期的宗旨变成了加快国防工业的发展。最初行政部门只是希望限制公共费用并以此减少国防开支，然而前苏联人造卫星的发射却使其改变了计划。美国开始打造第一支与战争部队不同的固定武装部队，这也让一些投资者获得了丰富的收益。制造业发展迅速，以至于即将离职的德怀特·艾森豪威尔（Dwight D. Eisenhower）总统最后发表公开演讲，警告"军事工业复合体"将会产生无法预料的影响。在20世纪50年代后半期投资于"军事工业复合体"的投资者享受着源源不断的金融回报。

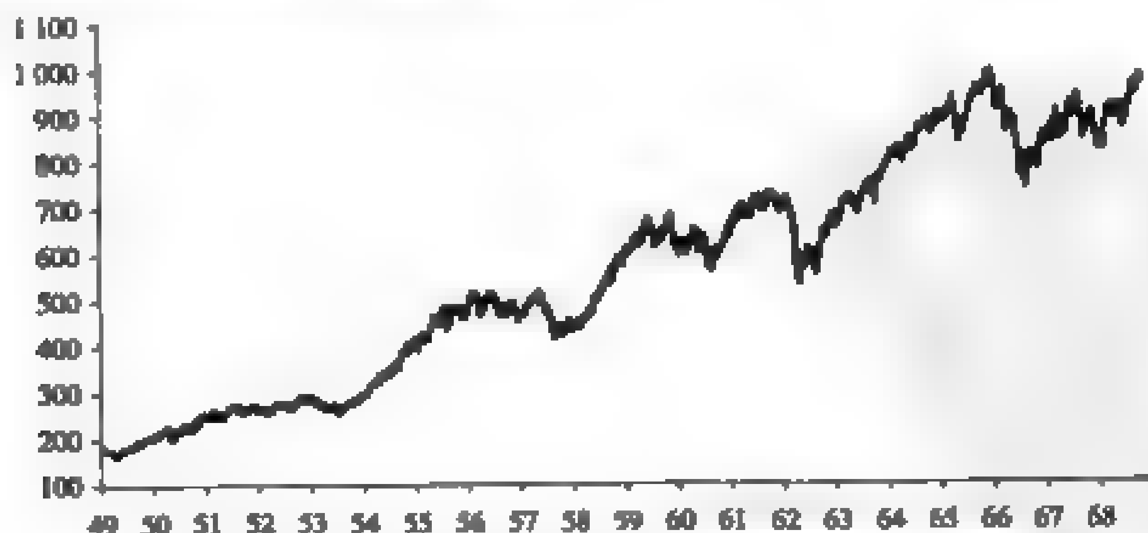


图10—2　1949年6月至1969年1月之间的道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

20 世纪 50 年代华尔街这些公司的股票估值大幅上涨，同时上市股票采取折价发行的方式也使收购行为大量增加。早在 1958 年，像里顿工业这样的国防电子企业，从高价股中获利颇丰，这更加推动了收购策略的成熟。此外，收购行为的增加也是牛市迈入 20 世纪 60 年代的助推剂。

令许多投资者奇怪的是，1949 年至 1968 年牛市盛行时，美国财政处于赤字状态。而这期间只有 4 年联邦政府宣布财政盈余。在 1958 年至 1968 年之间却只有 1 年财政是有所盈余的。股票投资者经常因为严重的财政赤字而感到心惊胆战，但赤字还是无可避免地进入了恶化时期。某些自信因素使价格不断攀升，然而这也无法弥补因挥霍造成的赤字危机。

通过图 10—3 可以看出，按照历史标准来说，在这个牛市中将无法获得很大的收益。1942 年出现了收益最低点，此时平均交易数仅占股票发行数的 9%。一般来说，随着市场的回升，收益和交易量一定会增加。然而，图 10—3 显示，1949 年至 1968 年的年成交率仅达到 17%，始终无法与上半个世纪中的成交率相比。在此期间出现的最高年成交率为 24%，而这却低于 1900 年至 1937 年中任何一年的成交率。更值得一提的是，这 37 年中至少出现了两个较大的熊市。1949 年至 1968 年的牛市中不活跃的市场行为与本世纪其他大牛市中活跃的市场行为形成了鲜明的对比。当时，交易行为与前半个世纪相比有所限制，这被认为是市场制度日渐完善的结果。的确可能如此，但是如果这样的话，世纪末也应该出现相同的情况，而不应该是成交率的大幅度提高。

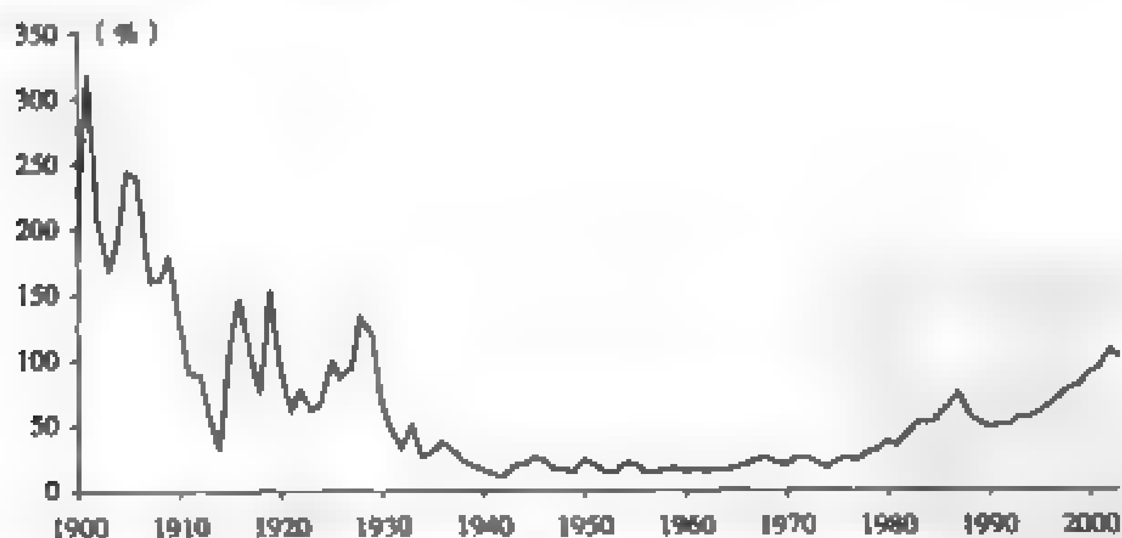


图 10—3　纽约证券交易所中股票成交量占总发行量的百分数

来源：纽约证券交易所

尽管这个牛市中的股票收益并不高，然而20世纪50年代后半期纽约证券交易所的会员费却表明市场中的总收益发生了巨大的变化，如表10—4所示。

表10—4　　1949年至1968年纽约证券交易所会员费

年份（年）	最高会费（美元）	最低会费（美元）
1949	49 000	35 000
1950	54 000	46 000
1951	68 000	52 000
1952	55 000	39 000
1953	60 000	38 000
1954	88 000	45 000
1960	162 000	135 000
1961	225 000	147 000
1962	210 000	150 000
1963	217 000	160 000
1964	230 000	190 000
1965	250 000	190 000
1966	270 000	197 000
1967	450 000	220 000
1968	515 000	385 000

来源：纽约证券交易所

直到1954年，纽约证券交易所里一个交易席位的价格仍低于1949年熊市见底时的价格。20世纪50年代晚期会费才有了明显的增加，然而，尽管早在1954年11月道琼斯工业平均指数已经超过了1929年的最高点，但直到1968年会费才最终超过1929年时的450 000美元。会费上升的滞后性是由战后市场较低的交易量引起的。直到1963年纽约证券交易所的股票年成交量才超过1929年的成交量。即使如此，其会费仍比1929时低2/3。这被认为是由渐增的竞争造成的，因为在这个时期，随着大量有力机构的形成，投资者可以在场外交易市场大量交易纽约证券交易所中发行的股票。当1968年纽约证券交易所的会费最终超越1929年的会费时，年成交量已经比1929年多出了160%。纽约证券交易所中会费增加的滞后性暗示了华尔街开始走向制度化——更长的持有期和更低的成交量。

随着1949年至1968年牛市的结束，市场开始走向制度化，对于私人

[illegible] QQ [illegible] 4582.8088 [illegible] www [illegible]

投资者而言，共同基金成为越来越重要的投资工具，养老基金和人寿保险公司也更多地参与到股市中。在 20 世纪 50 年代中，共同基金的投资人数由 100 万增加到 500 万。到了 20 世纪 60 年代末，人数增加到1 070万。在 60 年代期间，个人投资者的数量翻了一番，但交易动力却开始减弱，1961 年参与交易的投资者人数超过了 50%，而到了 1969 年下降到了 1/3。

记名股票适用于养老基金的投资，因而成为牛市形成的主要因素。1949 年，美国公民的养老资金总共为 143 亿美元，此时的国家总产值为 2 581亿美元。但在当时，这些养老资金很大部分被投资于政府债券或保险。在战后时期，这个产业开始发生转变，它的转变对牛市的到来起到了重要作用。1948 年全国劳动力关系委员会做出决定，美国本土钢铁公司要把养老金谈判作为劳资谈判的一部分，这个决定推动了养老基金的快速成长。不仅企业资产有了很大的增加，而且企业员工也提高了收益率，并开始考虑风险性较大的资产分配。为了追求更高的收益，养老基金投资组合在股市中的比重开始增加。

表 10—5 显示出，从 1952 年至 1968 年美国主要储蓄机构管理的基金数有了普遍的增加。16 年以来，管理部门下的基金总数增加了 300% 以上。个人养老基金增加了 11 倍，而共同基金增加了 13 倍。除了小型的封闭基金，所有投资组合中的共同基金都有所增加。这个过程是缓慢的，对于人寿保险公司来说，只有当具有限制性的国家立法有所改变时，它在股票中的比重才有可能增加。当 1952 年至 1968 年总基金增加数超过了 300% 时，股票的总持有量也几乎增加了 12 倍。在 1952 年，美联储首次发布了资金流统计数据，此时这些机构持有的共同基金只占纽约证券交易所股市资金的 9.5%。到了 1968 年，这个比例增加到 21.3%，直到 1960 年，这些机构的基金也只占纽约交易所交易额的 1/3，1968 年上升到 60%。随着 1929 年的"大崩盘"，保守型的投资者不再投资股票。1949 年至 1968 年的牛市在 -定程度上是股市充当长期储备工具而进行的自我修复。

表 10—5　美国的主要储蓄工具以及它们对股市的贡献

	1952 年		1968 年	
	总金融资产（十亿美元）	共同基金占总资产的百分数	总金融资产（十亿美元）	共同基金占总资产的百分数
人寿保险公司	67.78	3.3	183.07	7.1
其他保险公司	13.2	22.2	45.31	32.2

图表

	1952 年		1968 年	
	总金融资产（十亿美元）	共同基金占总资产的百分数	总金融资产（十亿美元）	共同基金占总资产的百分数
个人养老基金	9.26	15.6	[illegible]	[illegible]
国家退休基金	5.87	0.7	48.05	12.1
共同基金	3.61	83.9	[illegible]	[illegible]
封闭型和股票型基金	2.27	79.7	8.92	71.1

来源：美联储，美国的资金流

投资机构增加了对股市的信任度，这其中有很多原因，但是其根源在于通胀预期的改变。比如 1946 年至 1949 年，投资者开始争论战后物价的下降幅度。而有些投资者更是有先见之明，他们确信新的全球金融框架会使通货膨胀更加普遍。这种“新时代”想法被一些投资者所耻笑，然而正是这些想法准确地认识到了战后投资的关键性变化。

随着 20 世纪 50 年代和 60 年代逐渐远去，投资者们开始承认，结构上的改变使通货紧缩的可能性降低了，这也就意味着债券相对于股票的优越性一去不复返。当公司管理部门作出一定调整并希望从新环境中获益时，通货膨胀削弱了债券持有者固定收益的实际价值。投资者之所以放弃债券而转向股票，至少在一定程度上是因为通胀预期的改变——与债券相比，股票可以带来更多的收益。

投资者们普遍认为，只要存在股票，股票收益率就会超过债券收益率。只有那些具有风险意识的“新时代”思想家认为，从长期来看，这种规律最终会让人失望。股市中所谓的“收益差额”是少数忠实投资者改变原有投资方式的原因之一。而此时，自从 1792 年纽约证券交易所成立以来就存在的规律开始发生变化，新时代思想家被证明是正确的。在 1957 年 7 月，股市中资金流的缺失使股票收益率低于长期政府债券的债券收益率，到 1958 年 9 月这种状态已经确立，并持续延续到了 20 世纪 60 年代。到了 1968 年 12 月，股市达到了最高点，此时的收益率仍只有 2.88%，而长期政府债券的收益率是 5.65%。

债券与股票估值的基本变化在很大程度上可以解释为什么 1949 年至 1968 年的股市中的牛市形成时，债券的熊市也出现了。1950 年 1 月政府债券开始下跌，而在股市中的熊市结束 6 个月后，美国长期政府债券收益率由原来的 2.19% 持续上升。当股市处于牛市时，如果债券收益率翻了一

[illegible] 95622.8088 [illegible] www.[illegible]help.net

番，那么股票收益率就会几乎下降 60%。甚至新时代的思想家都很难相信收益率的这种巨大变化。正所谓今非昔比，如今，战后新的金融和社会基础建设使通货膨胀更加普及化。20 年以来，金融市场中的通货膨胀几乎持续存在，这使股票投资者受益颇丰。

战后大牛市的形成要归因于股票估值的变化，而不是公司利润的增加。如我们所见，标准普尔综合指数在 1946 年下跌到谷底，而在 1946 年至 1949 年的熊市中有所上升。在 1949 年股价有了一次短暂而微小的下跌，但被反弹的市场所忽视了。1968 年 12 月的报表收益比 1949 年 12 月的收益增加了 150%。而在同时期名义 GDP 增加了 240%。按名义价值计算报告收益增加了 150%，同时标准普尔综合指数上升了 662%。如表 10—6 显示，1949 年至 1968 年投资者的高收益要归功于不断攀升的股价，而不是不断增加的红利。

表 10—6　　1949 年至 1968 年股价的增长

年份（年）	年末 q 值	滞后盈余	循环性调整市盈率
1949	0.49 倍	5.8 倍	11.7 倍
1968	1.06 倍	18.5 倍	25.1 倍

来源：史密瑟公司；www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm

尽管很多专家在牛市期间证明高估值时期的合理性，然而股市是从低估逐渐走向高估的。到了 20 世纪 60 年代，年轻一代才明白高估产生的原因。在制度化的市场中，华尔街中一个具有绩效导向并具有生命力的部门出现了，它在新的市场经济下如鱼得水。约翰·布鲁克斯（John Brooks）在《沸腾的岁月》中写到，只有不到 40 个人能够理解并预见这些非传统的公司会发展如此快速。

以梦想和时尚为生的华尔街自命其具有合理的实效性，给年轻人带来了更多的福音。

然而，到了 1966 年，“新经济”的价值逐渐地被现实经济出现的困难削弱了。投资者更加担忧地是，约翰逊的“伟大社会”计划使财政出现赤字，而此时美联储似乎无法控制通货膨胀的局面。1965 年 1 月约翰逊提出的计划只是罗斯福“新政”的延续。随着“伟大社会”中通货膨胀的出现和在越南越来越多的军事投入，债券市场充满了恐慌。如图 10—4 所示，政府长期证券的收益率增加到更高的水平。

20 世纪 60 年代的债券市场预示着某些事情发生了改变。这个改变就是，

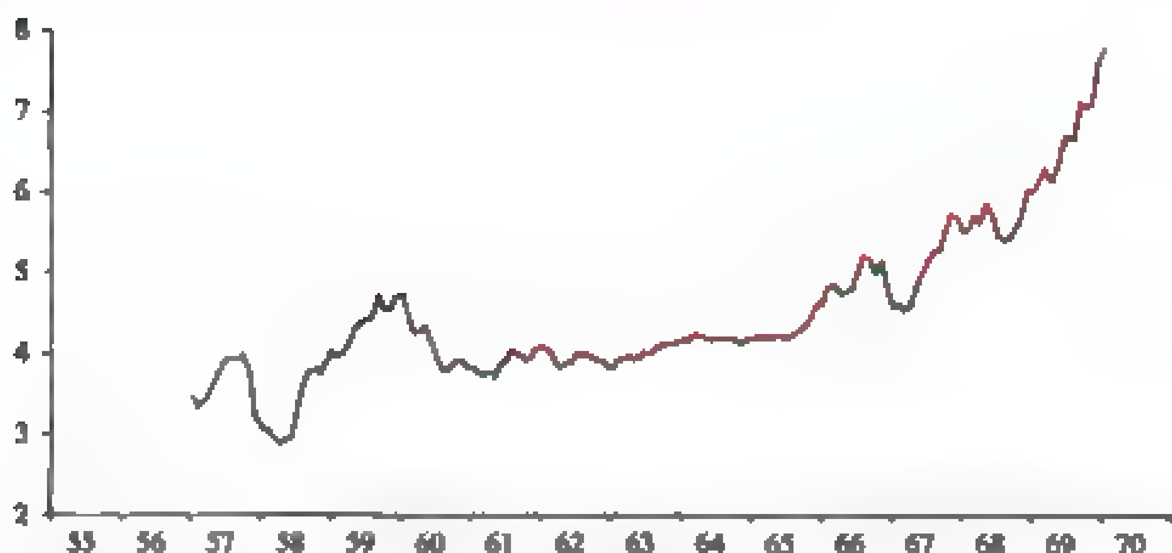


图 10—4 美国政府长期证券收益率

来源：金融数据库

美联储逐渐从 1951 年以来所追求的稳健货币政策转向财政政策这个经济管理的主要工具。这个凯恩斯主义管理工具是由肯尼迪总统创立的，而它的回归在很大程度上促进了约翰逊总统执政期经济的增长。美联储似乎已经默许了政策的转变。如同当时达拉斯联储主席菲利普·科尔德威尔（Philip Coldwell）在威廉·格雷德（William Greider）的《圣殿的秘密》中所述，约翰逊认为此时的经济体制是很灵活的，这能为越南战争提供更多的国防开支。科尔德威尔说，美联储不应该“顽固”地把新增债务货币化。

美国联邦公开市场委员会中一些人强烈指出，我们应该具有更强的约束力。但其他人说：“我们处于一场战争中，我们必须为其而付出努力。”然而，我们永远没有这样做。

货币政策没有起到很明显的作用。1967 年 10 月的贴现率与 1959 年 9 月的贴现率相同，只有 4.0%。而同期通货膨胀率也从 1.23% 上升到 3.56%。货币工具被暂时搁置，政治家期望以此来减少通货膨胀。然而，越南战争开支和增加的社会安全网使财政紧缩使之成为不可能的事情。无法解决的通货膨胀给美联储带来了更大的压力，以当时威廉·麦克切斯尼·马丁（William McChesney Martin）主席的话来说，那就是“对通货膨胀放任自由吧”。直到 1967 年 11 月才出现了货币政策。那时联邦储备征收率上升 50 个基点，这是对通货膨胀发起的第一波进攻，此后两年内储备征收率增加了 9.0%。

华尔街的反应存在着滞后性，1968 年约翰逊宣布他不再谋求连任，这让股市对共和党政府的期望增加，而忽视了利率的增加。为了维持股市，美国与北越进行了巴黎和谈，共和党主席候选人理查德·尼克松（Richard

M. Nixon）允诺提出"光荣而和平"的政策。而后来证明，减轻财政的幻想是不现实的。一直持续增长的利率把1949年至1968年之间的牛市带到了尽头。在1968年11月尼克松竞选成功后不久，股市到达最高点，而此后美国进入一个很长的低迷时期——14年的熊市。

道琼斯指数：1968—1982

1968年12月至1982年9月道琼斯工业平均指数的波动如图10—5所示。

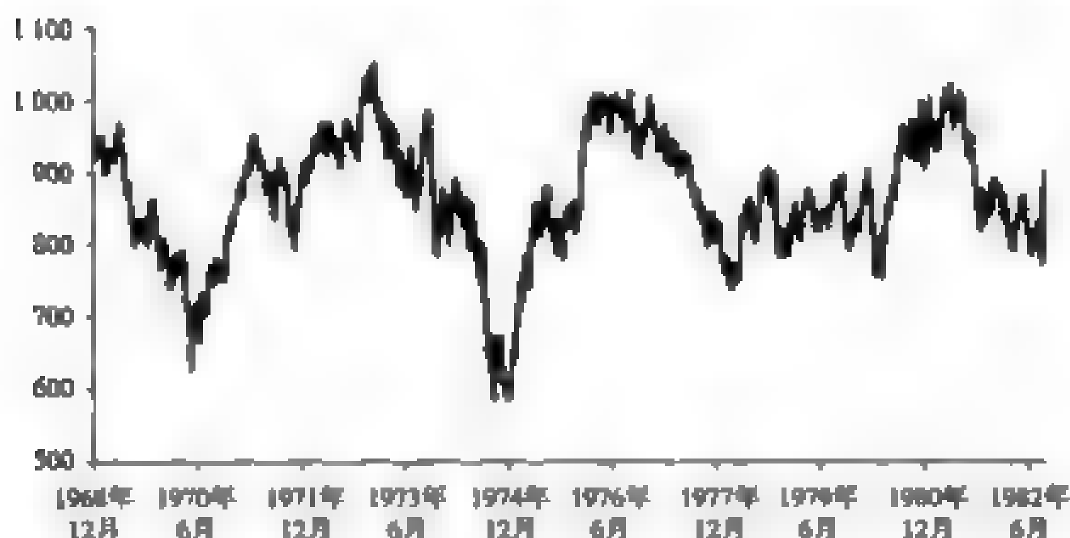


图10—5　1968年12月至1982年9月道琼斯工业平均指数

来源：道琼斯公司

1968年至1982年熊市形成的主要原因是《布雷顿森林协定》的终止和通货膨胀的上升。多年来人们就一直在猜测国际货币协议的持久性。早在1960年，耶鲁大学教授罗伯特·特里芬（Robert Triffin）在《黄金和美元危机》中就说过，美国必定会出现经常性账户赤字，以此增加世界其他国家资金的流动性。他指出，经常性赤字的长期结果就是世界对美元失去信心，也因此使布雷顿森林系统失去了自身的稳定性。11年后，特里芬的预言实现了，1971年8月15日，尼克松总统宣布美国将废除美元对黄金的固定兑换比率。1971年12月美元贬值，1盎司黄金的价格从35美元升到38美元，而到1973年初1盎司黄金等于42美元。到了1973年3月，布雷顿森林系统已经不可能再重新启用，美元进入了自由浮动状态。随着这个固定汇率制度的崩溃，控制通货膨胀的一个关键因素也因此远去了。20世纪60年代股票和债券市场因通货膨胀而变得惊慌失措，而《布雷顿森林协议》的终止更是加重了他们的忧虑，如图10—6所示。

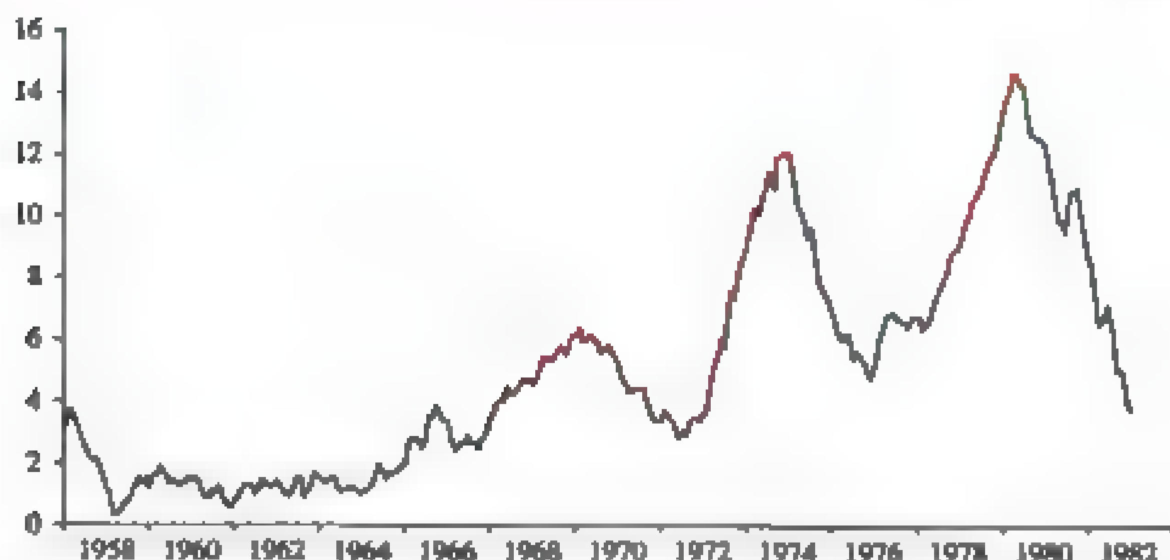


图 10—6　美国消费者价格指数（%同期相比）

来源：金融数据库

与通货膨胀的对抗导致了1968年至1982年熊市的形成。

1969年，美联储把短期利率提高了9%，投资者们不得不面对股市的巨大下滑。随着新主席阿瑟·伯恩斯（Arthur Burns）上任，为了抑制通货膨胀，美联储再次提高了利率。1968年尼克松刚上任时试图提拔威廉·麦克切斯尼·马丁担任财政部长。但自从1951年就任美联储主席的马丁拒绝辞去这个职务，直到1970年1月30日任期已满时伯恩斯才成为主席。就伯恩斯的宣誓，尼克松发表评论：

我尊重他的自主性。然而，我希望他会自主地紧随我的观点。

尼克松和伯恩斯的观点确实存在很大的相似性，作为价格稳定的维护者，美联储的名誉受到了一定程度的损伤。事后人们才发现，美联储早已放松了对通货膨胀的控制，这也就使利率（见图10—7）和股价在70年代大幅下跌。在伯恩斯任职一年内，短期利率下降到4%以下，低于70年代的基本水平。然而，到了1971年年中，伴随着1949年以来的首次物价控制，利率再次上升。有很多数据表明，这次物价控制起到了一定的作用，到了1972年中通货膨胀率已经低于3%。1973年，石油输出国组织（OPEC）油价上涨超过了3倍，1973年10月至12月之间油价由一桶3.12美元升到了一桶11.63美元，随之出现了石油危机，而就在此时尼克松取消了物价控制政策，从此通货膨胀开始加速，股市开始下跌。1972年8月年通货膨胀率上升到2.9%，而到1974年已经上升到了12.5%。



图 10—7　1970 年至 1983 年联邦储备实际利率

来源：金融数据库



熊市已经足够投资者来应付了，但更让人无以应对的是，1973 年 3 月至 1973 年 11 月的经济大萧条使通货膨胀陷入了无法控制的境地。1973 年 4 月，“滞胀”（低增长高通胀的缩写）首次出现在《华尔街日报》中。对股票投资者而言这是多么糟糕的消息。

美联储始终没有采取有力的措施。1977 年 1 月通胀增加到 6.1% 时，联邦储备率只比 1960 年 1 月增加了 75 个基点，而 1960 年 1 月的通胀却只有 1.1%。到 1977 年初，通胀的年增长率再次升高，在 1980 年 3 月通胀几乎增加到 15% 时才趋于缓和。伊朗的政治危机进一步推高了通胀率，这次危机导致了反美神权统治的形成和油价的进一步上升。总之，尽管牛市和熊市戏剧性地不断上演，然而除了几天之外，在这 20 年中道琼斯工业平均指数始终低于 1968 年的最高值。

在这个新的通胀环境中，股市的实际收益开始降低。20 世纪 50 年代，消费物价平均上涨 2.2%，在 60 年代上涨 2.3%。在过去 20 年里，投资者在股市中的收益被通货膨胀削弱了。而在 1969 年随着通胀超过 3%，熊市也开始形成了。在 70 年代平均通胀达到 7.1%，通胀的最高点似乎已经过去了，而股市并未带来明确的实际收益。当然，通胀时刻都有再次抬头的可能。按市值计算的话，从 1968 年 12 月到 1982 年 7 月标准普尔综合指数下降了 63%。这个巨大的下跌因市场戏剧性的摇摆不定而加剧。从 1968 年 12 月最高点到 1970 年中的最低点，道琼斯工业平均指数在熊市的第一阶段下跌了 33%。这还不是最戏剧性的。当它在 1973 年 1 月上升到一个新高点时，却实际上已经较之前下跌了 45%。当它在 1974 年 12 月跌到谷底时，按名义价值计算股市已经从 1968 年下跌了 37%，而按市值计算的话下跌了 57%。

对投资而言收益越来越差。到了 1972 年许多投资组合都包括了被列入“漂亮 50”名单的“一次决策”成长股。投资者们相信“漂亮 50”将来会使他们的股息率和红利增加。正是这 50 只股票的上涨使道琼斯工业平均指数在 1973 年初上升到新高点，而像价值线指数这样的宽基指数仍然无法超过先前的最高点。在 1972 年投资者的疯狂购买使“漂亮 50”的历史市盈率达到了 42 倍，而此后在 1973 年至 1974 年的熊市中股价平均下跌了 62%。按名义价值计算的话，1974 年 12 月股市已经后退到 1958 年的水平。然而，如果按市值计算的话，收益率更差。

按市值计算，1974 年 12 月的标准普尔综合指数已经下跌到 1928 年 11 月首次出现的水平。按名义价值计算，此时指数已经下跌到谷底，而如果按市值计算，情况更糟。按市值计算，1980 年 4 月、1981 年 9 月至 10 月以及 1982 年 1 月至 9 月道琼斯工业平均指数都低于 1974 年 12 月的水平，此外 1982 年 7 月的最低点比 1974 年还要低 13%。此时的指数后退到 1905 年 6 月的水平，投资收益完全依赖于股票红利。

> [illegible]为11.62%，比同时期标准普尔综合指数低12.14%。

尽管自从1974年开始股价有了很大的反弹，然而1974年至1982年期间仍出现了进一步的波动、虚幻增长以及较低的收益。在20世纪70年代投资者对金融市场的失望情绪再次出现。即使是像悉德尼·霍默（Sydney Homer）这样享有盛誉的金融评论家，以及所罗门兄弟公司中的债券套利之父都在1976年11月陷入了这种失望情绪中。

在这样的情况下，20世纪50年代那种对美元完全盲目的自信心永远都不可能再回来了。

霍默把债券收益率的"空前上涨"比做1929年至1932年的金融破产，并警告说："这会被几代人所记住，而且这个记忆会导致收益率上涨并限制经济的增长。"美国开始缺少自信，其中也包括明智的分析家。20世纪70年代末至80年代初这种自信心的缺失使债券收益率继续上涨，而股价却持续下跌。

1968年至1982年投资者损失的增加归因于收益率的下降以及估值的降低。按名义价值计算，这个时期每股的报表收益增加了143%，名义GDP增加了246%。然而同时期每股的实际收益却下降了12%。在50年代和60年代期望在高通胀中获得高收益的投资者，一定会因为实际收益的下降而倍感失望。尽管沃伦·巴菲特等人曾经指出那种想法的荒谬性，然而投资者们认为，管理部门会针对高通胀的环境采取有力措施，因此营业利润率的增加一定可以确保收益率的增加。

最近的统计论据无法让人相信在通胀期利润会有所增加。1965年处于相对低通货膨胀期，所有制造企业年均税前利润率为8.6%。而1975年的平均利润率却下降到了8%。尽管通货膨胀率有了相当大的增加，而利润

率却一直在下降。

1949年至1968年之间股价的高估和收益的负增长很大程度上是由通货膨胀引起的。70年代通货膨胀导致股票始终对债券市场作出相应的反应，但这并没有为股市带来明显的收益。在60年代尽管政府长期债券的平均收益率为4.67%，股票估值却持续升高。1968年随着历史市盈率达到18.5倍和q值达到1.06倍，股市也到达了估值最高点——以前只在1929年和1905年超过这个点。股票估值既然已经到达这样一个水平，那么长期政府债券收益率超过15%也就不足为奇了，然而股票收益率却没有明显的增加，这也是1968年至1982年估值下降的原因。

政府债券价格的下跌使收益差额更加严重，因此尽管股票和债券之间的关系有所转变，然而股票估值还是下降了。与1968年12月18.5倍的市盈率相比，1982年7月标准普尔综合指数历史市盈率已经下降到了7.8倍。利用10年间的平均市盈率而得出的循环性调整市盈率表明，股票市盈率已经从1968年12月的25.1倍下降到1982年8月的9.9倍。从1968年12月到1982年12月，这14年来股市的q值已经从1.68倍下降到0.38倍。自从1977年来历史市盈率就一直低于10倍，股市也一直看跌。到了1982年股市q值几乎已经连续9年低于它的几何平均数。

尽管70年代经济和股市处于混沌状态，然而股市中的市场行为从来没有下降到40年代和50年代的低水平。对纽约证券交易所来说市场交易量的最低点出现在1974年，此时16%的周转率却仍高于1949年至1968年的平均周转率。在1974年至1982年之间利率逐步上升，在1982年周转率达到了42%。这几乎是1968年牛市最高点时周转率的两倍，也是自1933年以来的最高水平。此外在1982年8月熊市见底之前市场利率一直保持上升趋势。

市场交易量在1974年就达到了最低点，而纽约证券交易所的会费直到1977年才达到谷底。1968年至1977年物价几乎增长了一倍，而按名义价值计算的交易所交易席位的价格却下降了93%。而在1977年至1982年之间，价格却几乎增长了10倍，这就说明纽约证券交易所成交量有了大幅增长。周转率的上升和更高的会费表明，在1982年市场见底之前，70年代后半期的利率有所增加。周转率的上升也预示着投资者的持有期变短。1974年平均持有期超过了6年，而到1982年平均持有期却不足两年。此次利率的增加并没有导致牛市的形成，这并不稀奇，因为投资者已经适应了新时代市场的大幅波动。在这个时期，市场仍维持制度化。

表 10—7 美国主要储蓄机构

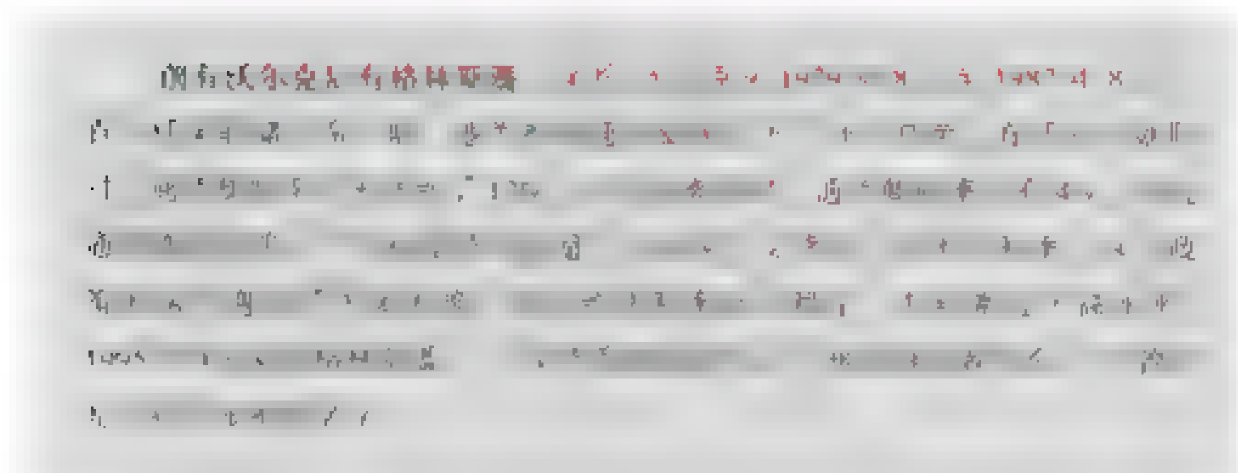
	1968 年		1982 年	
	总金融资产（十亿美元）	共同基金占总资产的百分数	总金融资产（十亿美元）	共同基金占总资产的百分数
人寿保险公司	183.07	7.1	527.02	7.70
其他保险公司	45.31	32.2	196.46	14.90
个人养老基金	111.39	55.2	577.23	41.99
国家退休基金	48.05	12.1	233.61	18.90
共同基金	51.23	90.0	58.97	58.52
封闭型和股票型基金	8.92	71.1	6.83	52.42
总计	447.97		1 600.12	

来源：美联储，美国的资金流

在熊市中，美国储蓄机构总资产的增加量比国内生产总值稍微多点。当这些主要机构的股票加权数下降时，即使道琼斯工业平均指数几乎下降了 20%，但投资于股市的总资金却增加了将近 300%。尽管 70 年代人们购买股票的热度开始下降，但这些机构仍不断地增加股票的持有量。此外虽然纽约证券交易所的周转率也大幅增加，但是熊市仍在继续。

1978 年吉米·卡特（Jimmy Carter）总统委任身为 CEO 和执业律师的威廉·米勒（G. William Miller）为美联储主席，这使当时的形势达到了高潮。美国从国际货币储备组织那里获得贷款，并为支撑美元的地位而向国际市场大举借债，随后就出现了极端政策。对市场而言，这种短期支撑方式是一种自杀式行为，然而没有任何一种长效药可以解决美国经济出现的问题。在布雷顿森林体系控制下 1 盎司黄金等于 35 美元，而到 1979 年 8 月 1 盎司黄金的价格已经超过 300 美元。米勒在美联储的任职时间很短，不久他就上任为财政部长。很少有人会预见到米勒的离职会把美国带进一个新时代。

1979 年 8 月 6 日上任的美联储主席的保罗·沃尔克（Paul Volcker）引导着美国走出低迷时期。一个月内在联邦公开市场委员会会议上，他推动委员会以 4∶3 的投票通过提高利率的决定。接着沃尔克在 10 月 6 日又秘密召开联邦公开市场委员会会议，并使得利率进一步增长。重要的是，他推行了一个新的政策，目标是促进货币供应量的增加，并因此允许利率可以在政策允许的范围内进行调整。为了适应利率变化的可能性，美联储宣布，联邦储备利率的允许变化范围为 11.5% ~15.5%。然而美联储意在增加货币供应量，因此将来的利率水平有很大的不确定性。



在短期内，美联储增加货币供应量的目标降低货币流动性，而因此使利率升高。在沃尔克上任的 12 个月之内，美国政府长期债券收益率由 9% 提高到 13%。市场仍然怀疑抑制通货膨胀的政策，因为在沃尔克上任后的第一年黄金价格翻了一番。通货膨胀的确一直在增加，卡特总统不得不利用自己的权力管制信贷。在 1980 年 3 月 14 日的电视演讲中，他劝告美国公民要停止挥霍浪费。让大家惊奇的是，消费确确实实地减少了，1980 年第二季度 GDP 以前所未有的速度降低。消费者的开支和货币供应量的下降速度太快，联邦储备利率在 3 个月内从 20% 下降到 8%，因此美联储不久就开始改变货币政策。经济体制的反应也让沃尔克大吃一惊：

在书中把它称为经济衰退，而回想起来它只能算一次短暂的、甚至是一次偶然的事件。虽说产量有了一个大滑坡，但这仅持续了 4 个月……随着恐慌情绪的消失和信贷管制的终止，购买能力（货币供应量）就会快速提高……最终结果并不是所谓的经济衰退，但对通货膨胀的抑制作用也并不明显。通货膨胀以两位数的水平持续增长。此外随着货币供应量的再次大量增加，当选之前货币紧缩和持续增加的贴现率已经把我们置于尴尬的境地。

1980 年底美联储对不断增加的货币供应量所采取的行动，把联邦储备利率推向了一个新的高点。美联储始终受货币供应量的影响，结果从 1981 年初短期利率就开始下降。在 1981 年 5 月至 6 月，年通货膨胀从 1980 年将近 15% 的最高点下降到 10% 以下，但债券投资者把债券收益率推向了更高点。虽然美联储已经获得了一些信誉，但人们真正担心的是，它对于抑制通货膨胀所取得的进步会被里根政府所追求的减税改革所破坏。货币供应量的增加证明了这种担心并不是多余的。美联储并没有意识到自己正限

全国最低交易手续费佣金及国内顶级期货股票开户 零佣金 不限资金 特惠交易手续费 详询客服QQ www.7help.net

在浪尖上，1981 年 5 月市场反对降低购买能力的行为再次把利率推向了更高点。从 1 月到 3 月联邦储备利率已经从 20% 降到了 13%，然而到 7 月再次超过了 20%。

自从沃尔克就任以来，短期利率的波动是空前绝后的，这更加增加了财务预测的不确定性。直到 1981 年 9 月，也就是沃尔克就任的两年后，债券市场才相信这位美联储主席确实在与通货膨胀的战斗中取得了胜利。当时政府债券开始复苏，这种状态一直持续了将近 20 年。

同时股票市场持续暴跌。随着通货膨胀率的降低，自低迷时期以来投资者所依赖的实际利率仍处于最高点。财政持续恶化。在华盛顿里根政府和议会对税收和削减开支的问题争论不休。1982 年 3 月财政部长唐纳德·里根（Donald Regan）与沃尔克重新组织了一次会议，这正说明了里根政府要保持高利率的力度和决心。

沃尔克向我保证过他会顺应政府的决策——只要我们对赤字采取行动，他就会放缓货币政策来降低利率。

当这种正面交锋正在持续时，又一个大萧条来临。1982 年上半年通过提高短期利率应对大幅增加的购买力的前景并不乐观。货币供应的增加使利率产生很大的波动，这种无望的前景使股票投资者变得心神不安。尽管美元从高利率中受益，政府债券市场也随着通货膨胀和短期保险率的降低而开始复苏，但股票市场却持续下跌。

股票投资者们忽视了一个问题，那就是政府债券市场的复苏并不都是金融市场有所改善的结果。在 70 年代投资者对弱势美元、弱势债券市场和弱势股票市场都抱有怀疑的态度。其中外汇市场是第一个有所改善的金融市场。随着沃尔克增加货币供应量的政策提高了实际利率，投资者开始对美元充满信心。1980 年向美元和流通货币提供担保的储备降到了最低点，而随后在 1981 年这部分储备在很大程度上有所增加。然而大萧条时期中的经济状况使道琼斯工业平均指数持续下跌。政府债券市场跌到谷底的 11 个月后以及美元指数跌到谷底的两年后，股市也随之跌至谷底。

股市跌至谷底的同时恰巧遇到了国际金融危机。1982 年初墨西哥陷入了困境，最大的公司也破产了，美联储知道主权违约的风险性，因此它主动向墨西哥提供帮助，其实早在 1982 年 4 月 30 日美国银行已经向墨西哥提供大量贷款。5 月特拉斯代尔证券公司倒闭。随后 7 月初宾夕法尼亚忠诚银行这个中小机构也破产了，它本身虽小，但它推销给伊利诺大陆银行

和其他大商业银行的债券却超过了 10 亿美元。此外银行查账员意识到推销给其他银行的债券可能也存在类似的问题。虽然没有造成恐慌，但美国银行系统的稳定程度明显地存在问题。8 月墨西哥破产的消息已众人皆知。虽然实施了多种补救措施，但随着投资者意识到墨西哥债券资产减值的严重程度，灾难还是降临到了许多大型美国商业银行的头上。1982 年 8 月，花旗银行董事沃尔特·瑞斯顿（Walter Wriston）在多伦多的国际货币储备年度会议上这样描述：

> 我们有 150 个财政部长、50 个中央银行行长、1 000 个新闻工作者、1 000 个商业银行行长及大量供应的威士忌……而这些却是“世界末日就要到来”的巨大推动力。我们只是一直在重整泰坦尼克号上的躺椅而已。

6 月 30 日召开的联邦公开市场委员会会议已经完全意识到墨西哥不久就会债务违约。尽管货币供应量持续大量增加，但此次金融危机却导致了某些改变。

> 其实到了 1982 年夏天，美国金融结构本身就开始出现某些明显的变化。储贷业出现了越来越多的问题，一些大型交易商的失败已经众所周知。在这样一个背景下，俄克拉何马州名不见经传的宾夕法尼亚忠诚银行的破产暴露出，它建立的数十亿美元的石油贷款是完全没有价值的。一些著名的大银行也被卷入其中，中西部最大的银行——著名的伊力诺大陆银行也大伤元气。于是我们决定在 1982 年 7 月开始放缓政策。

实际上这是放弃促进购买能力增长这个目标。联邦储备利率从 7 月初的 14% 降低到 9 月初的 9%。很明显美联储并不仅仅受货币供应量这个罗盘的控制。重要的是，长期利率虽然仍持续下降，但债券市场并没有因为政策的改变而变得惊惶失措。随着墨西哥危机的产生和美联储政策的改变，股票市场在 1982 年 8 月到达谷底。

第 11 章
1982 年的市场结构：
金融部门的大发展

1982 年的股票市场

查理发出嘲讽的笑声，随后解释道："你这个小伙计的表现就像现在的石油公司。如果是我，我就会先得到煤矿再说。"

哈里平静地说："我并不会指责石油公司，他们也太自不量力了。大地正在干涸，任何做法都是徒劳。"

——约翰·厄普戴克《兔子富了》

1982 年的股市已经成为美国金融市场的主要问题。1949 年 5 月底纽约证交所上市股票的总价值达到了 640 亿美元，占 GDP 的 23%。1968 年纽约证交所市场总值增加到6 930亿美元，占 GDP 的 76%。尽管 1968 年出现了熊市，但市场总值仍持续上升，到 1981 年底已经达到11 430亿美元，占 GDP 的 36%。从 1949 年至 1981 年市场总值的增加量是名义 GDP 增加量的 11 倍。通过金融中介机构持有股票的人数占成年人口的比重从 1952 年的 4% 增加到 1985 年的 28%。自从 1974 年以来股市中的交易行为开始增加，而在 1982 年上市股票的交易量达到了自 1933 年来的最高点。1982 年纽约证交所的股票交易价值比 1968 年牛市峰值还要高 350%。1982 年公众对股市的兴趣达到了很高的水平。与 1949 年至 1981 年 5 年的平均持有期相比，此时的平均持有期只有两年，这也导致了交易行为处于高位运行。

在这个时期，纽约证交所的表现持续良好。在今天看来，1982 年纳斯达克市场的出现并不是威胁纽约证交所的主要因素。在很长一段时间内，纳斯达克市场的重要性不断增加导致了美国证券交易所（ASE）重要性的降低。在 1968 年的顶峰时期，ASE 几乎囊括了美国所有登记证券交易所中

[illegible]

交易量的18%，而在1982年却低于4%。同期纽约证交所占总交易量的百分比从74%上升到85%。一般来说，在1982年以纽约证交所为参考对象基本上就等于以整个市场作为参考对象。

上市公司数量的增长速度完全低于纽约证券交易所市场总值的增长速度。1968年牛市结束时，纽约证券交易所上市股票数从1949年的1 043只增加到1 273只。截至1982年末1526家公司的股票在纽约证券交易所上市。自1949年以来上市公司数量只增加了46%，而平均市场总值的增加却让人称奇。在1949年中和1968年末上市公司平均市场总值分别为580亿美元和5 430亿美元，而在1982年中几乎上升到了6 390亿美元。截至2005年1 780家公司在纽约证交所上市，每家公司的平均市场总值为50亿美元。

尽管工业部门发生了很大的改变，但有些事情看起来始终没有改变——石油的重要性。虽然工业部门在1926年已经走向衰落，但在1921年石油的重要性仍仅次于铁路部门。在1932年、1949年和1982年熊市跌到谷底时，石油具有最大的市场总值。即使在1929年大牛市的顶点时，石油也始终是市场的第三大工业部门。对投资者来说，这个部门的重要性在华尔街的故事中就可以略知一二了，因为这里的焦点总是放在那些新鲜事物上。表11—1显示了1949年至1982年主要工业部门重要性的转变，石油部门始终如一的重要性以及新工业的增加。

表11—1　在纽约证券交易所上市的前10大部门（按市场总值排名）

	1949	1982
[illegible]	[illegible]	[illegible]
化[illegible]	[illegible]	[illegible]
零售	7.9%	5.5%（第6位）
汽车	7.5%	[illegible]
公用事业	6.7%	7.1%（第4位）
钢铁	6.4%	1.4%（第20位）
通信	6.2%	4.7%（第7位）
食品	6.2%	3.3%（第11位）
运输	5.1%	1.7%（第18位）
[illegible]	[illegible]	[illegible]
金融	2.1%（第16位）	11.7%（第2位）
营业设备	2.3%（第13位）	11.3%（第3位）
健康	1.6%（第17位）	5.7%（第5位）
家庭	1.5%（第19位）	4.6%（第8位）

来源：肯尼思·弗兰奇《工业投资数据》

从19世纪中期到20世纪20年代末作为美国股市中最重要的部门，铁路在1983年从投资者的视线中消失。对消费者而言，像钢铁、汽车和化工这样的重工业部门的重要性开始下降，而像财政、机械设备和保健这些服务性行业的重要性开始提高。这期间最重要的变化就是金融部门的发展。在1949年金融机构并不受重视，其中很大一部分是由投资信托公司和一些消费金融公司组成。战后著名的银行业务公司占据了整个纽约证券交易所的牌价表，而到1982年原本在1949年排名第16位的金融机构上升到了第2位。

尽管这期间美国经济发生了很大的改变，但是在股市中那些最大的部门仍保持足够的持久性，这足以令人惊奇。1932年、1949年和1982年的统计资料中表明，按市场总值排名，有6个部门始终排在前10名，那就是石油、公用事业、零售、通信、化工和汽车。在这些年中10大部门的重要性也有所改变，在1932年市场总值占总数的73.4%，1949年为74.5%，而1982年为73.4%。在这之前，因为铁路部门存在着主导性优势，因此市场的行业集中度可能更高。1949年与1982年之间股市的重要改变就是重工业向服务业的转变。表11—2显示了从1949年到1982年服务型工业是如何获得高回报并因此逐渐成为市场总值的重要成分。

表11—2　　1949年6月至1982年7月在纽约证券交易所上市的工业部门的总收益

收益最好的部门	
[illegible]	80.2x
健康	62.7x
[illegible]	55.1x
电气设备	53.2x
服务	46.3x
收益最差的部门	
煤	6.1x
化工	10.9x
通信	17.7x
钢铁	17.9x
纺织	19.1x

来源：肯尼思·弗兰奇《工业投资数据》

全国最低交易手续费免费……开户……
任何地方都可以找我们低……QQ 45821088 ……http www

尽管股票的超额收益对于营业设备和健康部门的发展起到了重要作用，但对金融机构来说事实并非如此。在此期间金融机构指数显示出总收益为 29.5 倍，这低于 32.5 倍的平均总收益。新公司的上市使金融机构的重要性开始增加。按市场总值排名的话，在 1949 年和 1982 年通信部门为第 7 大部门。而这期间金融机构指数仍低于正常水平，这也表明这个部门重要性的延续归功于资本的大量增加，而不是因为它会给投资者带来丰厚的收益。电气设备部门明显地受到了负面影响，尽管在 30 个部门之中它的总收益排在第 4 位，然而这个部门的重要性却明显下降。10 大部门在 1949 年的表现也暗示了石油部门是如何为投资者提供超额收益而维持自己的重要性的。

截至 1982 年市场构成已经发生了变化。财政、保健和机械设备部门在 1949 年的市场总值低于总数的 7%，而现在的比率几乎达到了 30%。在 1949 年至 1982 年之间 IBM 股票大幅上涨。第一期财富 500 强排名在 1955 年新鲜出炉，而且这 500 强中只涉及美国工业，按销售额计算 IBM 排名第 61 位。而到 1982 年，它的利润在美国所有公司中排名第 2（见表 11—3）。

表 11—3　　1949 年 5 月至 1982 年 7 月总收益指数的增加

电气设备	53.2x
石油	52.9x
汽车	34.6x
食品	25.6x
零售	20.0x
公共事业	21.2x
运输	21.0x
钢铁	17.9x
通信	17.7x
化工	16.9x

来源：肯尼思·弗兰奇《工业投资数据》

1968 年至 1982 年的熊市与本书中分析的其他较大的熊市有很大的不同。1921 年、1932 年和 1949 年的熊市是发生在通货紧缩的情况下，而 1968 年至 1982 年完全被不断增加的通货膨胀所占据。在这期间，当我们在解释股息再投资时，标准普尔综合指数中一项投资的价值已经增加了 82%。同期消费价格指数增加了 174%。尽管 30 大工业部门中只有一个部

……QQ……4582.8088……www……

门的名义回报不够理想，但是当我们把股息再投资的影响计算在内的话，只有5个部门给投资者带来了不错的实际收益，如表11—4所示。

表11—4　　1968年12月至1982年8月部门的实际总收益率

烟草	+420%
电信	+194%
石油	+165%
保健	+180%
煤矿	+180%

来源：肯尼思·弗兰肯《工业投资数据》。注：总收益率包括再投资的股息。

烟草部门被证明是在1929年至1932年熊市中表现最好的部门，也是1968年至1982年熊市中表现最好的部门。在通货紧缩的环境中，管理者通过自我调节维持利润的能力几乎是前所未有的。石油部门在1929年至1932年熊市中的表现排名第5位，在1968年至1982年熊市中也是如此。

对30个主要工业部门而言，在此期间的平均加权收益率为107%。除了这些部门外，给投资者带来实际收益的部门中只有4个部门创造了比107%高的收益率——食品、电气设备、公用事业和煤矿。公用事业和烟草部门的简单策略再一次使它们在熊市中创造了可观的收益。有趣的是，从1946年至1968年跑赢大盘的石油和保健部门在1968年至1982年熊市中也再次跑赢大盘。

1982年的债券市场

你认为14%是一个悲惨的数字，然而在以色列他们学会适应了111%，一台彩色电视要花费1 800美元。在阿根廷每年150%……美国消费者在任何工业化国家都能得到物美价廉的东西。

——约翰·厄普戴克《兔子富了》

1982年纽约证券交易所再也无法正确反映债券市场的结构。政府固定利率的证券交易已经脱离纽约证券交易所将近100年的时间了，纽约证券交易所中公司债券市场的重要性也不断降低。早在1958年，在纽约证券交易所上市的所有公司债券和国外债券的市场价值也只占机械设备总价值的

33%。1981 年底纽约证券交易所的上市公司也仅占上市公司总数的 28%。1952 年美联储出版的《资金流统计数据》表明，在这个时期债券市场发生了最明显的改变。

表 11—5 包含了所有到期的固定利率证券。它显示出，1952 年美国固定利率债券市场的市盈率比股市的市盈率多了 1.8 倍。截至 1982 年这个数值基本没有变动。奇怪的是，尽管债券价格出现了很大的下滑，但在这个时期固定利率债券市场比 GDP 发展得快。西德尼·霍默和理查德·西拉在《利率的历史》中把债券熊市的重要性放在了特定的背景下进行了分析：

如果 30 年期债券的到期日出现在这个世纪的第二个熊市中，那么债券价格就会从 1946 年的 101 下降到 1981 年的 17——下降 83%。

表 11—5　美国固定利率债券市场中主要组成部分的市场价值（十亿美元）

	1952 年末	1982 年第二季度
国库证券	220.8	858.0
机构证券	2.8	351.4
市政证券	29.7	474.2
公司和国外债券	49.6	562.8
总计	302.9	2 246.4

来源：美联储《资金流统计数据》

尽管这个熊市带来了严重的损失，但政府债券是投资者们更大的话题。债券发行的激增并不局限于政府和准政府债券的增加。从 1952 年到 1982 年，债券市场中的私营部门所占比率从 16% 提高到 25%。虽然价格有所下降，但在这个熊市中政府债券和私人债券市场却保持良好的发展势头。

对债券投资者而言，这个时期准政府固定利率债券的指数增加和收益率的上升是两个最大的变化。1952 年那些准政府机构发行了少数机构债券，而这些机构也成为新政的一部分。尽管在当时这些机构发行的债券还不到所有固定利率债券的 1%，但 1982 年它们几乎占据 16% 的市场。80 年代投资者不得不对这种新的资产类型以及收益率的增加强度进行消化吸收。

图 11—1 表明，1982 年投资者是如何走过这个不明朗时代的。2 月穆迪信用等级较低的公司债券利率超过了 17%。而在 1921 年和 1932 年熊市中，公司债券的利率最高点分别只达到 8.6% 和 11.6%，这与 1982 年的债

券形势形成明显的对比。在 1949 年最后一个股票熊市见底时，3.5% 的利率并没有投资者造成太大的影响。而 1982 年随着利率超过 17%，债券投资者开始高度紧张，因为他们面对的是一片沼泽地。

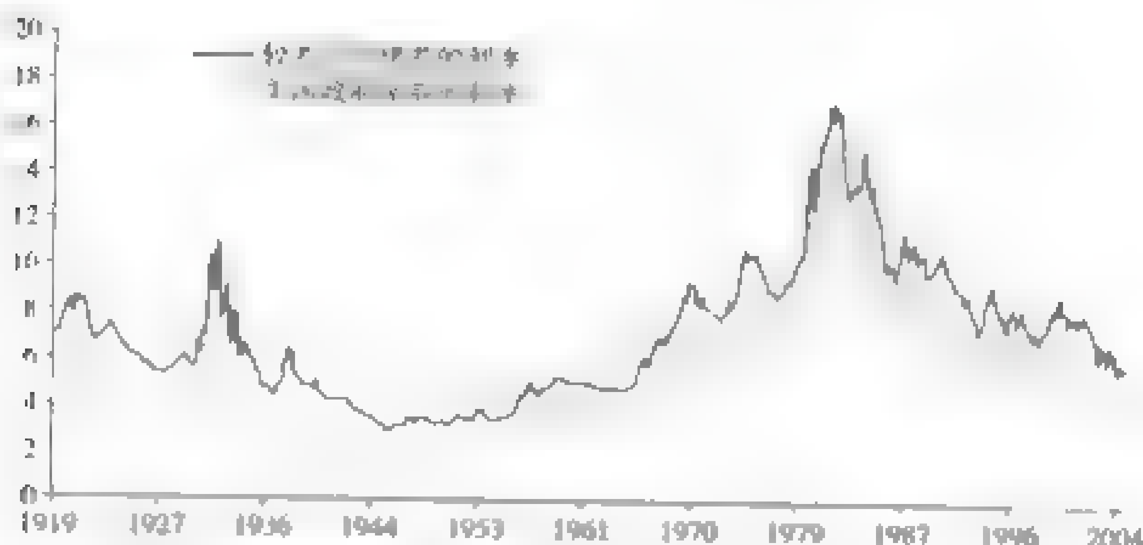


图 11—1　长期政府债券的利率和穆迪信用等级较低的公司债券利率

来源：美联储

第 12 章

1982 年夏季熊市见底：收于 776.92 点

石油价格的上涨带动了整个市场价格的上涨……这就像在魏玛时期，人们的储蓄都随着下水道流走了，令人无以应对的经济萧条就要到来。

——约翰·厄普代克《兔子富了》

股价在冗长的熊市中持续下跌，1982 年夏天是购买股票的最好时机。8 月道琼斯工业平均指数已经恢复到 1964 年 4 月的最高水平。按市值计算的指数已经后退到 1928 年 4 月的水平，只比 1916 年的最高水平高 22%。此时股价跌至最低点。根据年末数据可以得知，q 值仅有 0.38 倍，而在 1982 年中的 q 值达到了最低水平——0.27 倍。利用 10 年的收益数计算得出的循环性调整市盈率为 9.9 倍，而这完全低于 1881 年至 1982 年的平均值 15.8 倍。这与 1968 年的数据形成鲜明的对比，在 1968 年牛市的最高点，q 值和循环性调整市盈率分别达到了 1.06 倍和 25.1 倍。

股市从高估到低估几乎经历了 14 年的时间。这似乎是一段很长的时间，但根据研究得知，这是正常现象。表 12—1 通过 q 值和循环性调整市盈率表明从高估到低估所经历的时间。

表 12—1　从高估值时期到低估值时期经历的时间

	q 值	循环性调整市盈率
截至 1921 年末	16	20
截至 1932 年末	3	3
截至 1949 年末	13	13
截至 1982 年末	14	17

来源：www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm，史密瑟公司

就像在第三部分讨论的那样，1929 年至 1932 年的熊市与 20 世纪其他的大熊市有很大的不同。在测量高与低估之间的持续时间时，是否考虑这个偶然事件对计算结果产生完全不同的影响。如果计算在内，得出的结果可以是 9 年左右，而如果把它作为非典型事件而不计算在内，那么得出的结果就是 14 年左右。（这个持续时间随着 q 值的改变而发生变化。如果我们以循环性调整市盈率为依据的话，持续时间会更长。）很显然，我们不能把 1929 年至 1932 年之间的熊市看成是正常的熊市。尽管股市可能在三年中从极端高估进入极端低估，但这不是“正常”情况下应该发生的。现在投资者应该记住，要想在三年内达到这么快速的价格调整，道琼斯工业平均指数就不得不下降 89%。

历史表明，股市大约经历 14 年的时间才从高估走向低估的，而不能通过股价快速的下滑达到此种目的。

正面新闻与熊市

“这个泡沫不会破灭吗?”

“贵金属并不是泡沫。贵金属是最后的安全保障。”

——约翰·厄普戴克《兔子富了》

截至 1982 年熊市已经持续了 14 年，然而它的尾声仍然惊天动地。从 1981 年 4 月至 1982 年 8 月，道琼斯工业平均指数再次下降 30% 并跌至谷底。尽管股价下降，但商品价格也同时降低，美元开始复苏，从 1981 年 9 月开始政府债券市场开始稳定下来。这些价格的变化证明美联储对抗通货膨胀的战斗取得胜利。然而股票投资者只把焦点放在股价尤其是经济的复苏上。

1982 年 8 月股价再次出现强烈的反弹。这次反弹是因经济前景的改变而产生的吗？**根据美国经济研究署的相关数据得出，1982 年 11 月经济走到了最低点，此次经济反弹同时也引起了股市的反弹。然而 1982 年第一季度 GDP 已经达到最低点，数据表明，股市的反弹与经济的回升相比具有相对滞后性。**

很明显的是，在其他大熊市见底时，经济和股市也几乎会同时到达最低点。1921 年 7 月经济到达最低点，而根据美国经济研究署相关数据，股

市随后也在8月走向了谷底。20世纪30年代这两者之间的关系很密切，但1932年的股市谷底恰好与随后被称为经济双谷底中的第一个谷底同时出现。1949年股市领先于经济在6月达到谷底，而美国经济研究署的数据表明，经济紧缩在11月才走向尽头。从这四次事件中计算股市领先的平均时间很有可能起到误导作用。**人们普遍认为股市会领先经济6到9个月时间，很明显这种说法是错误的。**如果这是通过观察所有的经济反弹而得出的结果，那么它可能还会具有某些准确性，然而只抽取20世纪中的四大熊市见底作为研究对象的话，这种以偏概全的说法就是完全错误的。在那些极端估值时期经济也可能到达了谷底，而且与熊市见底相隔不远，当然经济也可能领先于股市。

这跟我们在《华尔街日报》里观察到的非常符合，《华尔街日报》中总是有着丰富的资源，而且它总会在市场见底时大量增加经济信息。这些都表明，在极端估值时期投资者的风险可能并没有想象中的大。其实投资者无需根据“经济会在6至9个月内有所改善”来购买股票。在大熊市见底时，可能会出现各种预示经济好转的迹象。

6月14日： 第一季度的商业库存以通胀调整后的价格售出，以每年175亿美元的速度开始消减，这是二战以来幅度最大的一次季度消减。

6月14日： 负责经济事务的商务部部长助理罗伯特·德维克（Robert Dederick）在谈论商业库存的增长时，表现出乐观的心态。他说：“虽然库存清算可能不会结束，但它的强度一定会有所缓和。库存数量缓慢下降也就表明经济发展的障碍也正在慢慢消除。”

6月14日： 消费预期基本上会预示3到4个月内的经济事件，而它的进步增强了名家观点的可信度，这个观点就是在接下来的几个月里，商业会从现在的萧条中复苏。

6月14日： 与去年相比，5月汽车的销量增长5.9%。

6月14日： 就业状况也让我们期望看到某些希望。5月失业人数占总劳动力的比率从4月的9.4%上升到9.5%，这达到了二战以来的最高比率。但是对季节性调整所产生的1.001亿失业人口来说，上个月的就业岗位已经增加了777 000个。这次的失业人数几乎达到了1981年5月1.01亿的失业人数水平。

6月14日： 数据资源咨询公司的伊丽莎白·阿利森（Elisabeth Allison）说：“在这次经济萧条时期实际税后收入的增加看起来很不寻常，这在很大程度上是由通货膨胀的下降、失业补偿金和社会补助这些稳定因素以及高利息收益（令人高兴的一面）引起的。

6月14日： 对于财政政策而言，7月1日减税10%将明显提高消费。

6月15日： 尽管出现了一些相冲突

本电子书由某某网站整理，仅供学习交流……

的信息，但费城华顿计量经济预测中心的唐纳德·斯特拉海姆（Donald H. Straheim）指出："经济萧条预期将在第三季度走到尽头。"

6月16日：汽车销售业在衰退吗？许多工业官员相信，尽管还没有开始，但销售业很快就会复苏……包含进口商品在内，最近10天的销售额经季节性调整按年率计算达到了830万……5月最高达到了820万，高于4月的720万……对汽车制造商来说最惊喜的事情就是上个月的销售量自1981年5月开始增加了15.8%，在很大程度上是因为通用汽车公司的反弹……如今汽车使用的平均年限从1972年的5.7年上升为7.5年……事实上随着1964年来存货达到了最低水平，一些分析家认为，除了汽车之外，这些公司不会再面对巨大的需求量。

6月16日：联邦储备局主席保罗·沃尔克说，最近消费水平的升高和库存数量的缓慢下降表明萧条就要远去，经济就要开始复苏……他没有预言利率下降的时点，但他说："我并没有发现利率有降低的迹象。"［在美国国会联合经济委员会发表看法之前做出上述评论］

6月17日：可能期待已久的经济复苏要开始了。住房租售在5月开始令人惊奇地攀升了22%，按年率计算在10个月内首次超出了100万。

6月17日：里根个人减免税政策的第二步将于7月1日开始实行，对中等家庭而言，每周的实际所得收入将上升到6美元。

6月21日：上个月的个人收入和消费的稳定增加更加表明，以消费者为导向的复苏模式已经站住脚了。

6月22日：政府数据显示，这个季度美国经济开始以每年0.6%的速度增长，这是自1981年第三季度以来的首次增长。白宫管理与预算办公室主任戴维·斯道克曼（David Stockman）在记者会上说："我们已经走出了经济萧条的谷底。"……同时，白宫发言人拉里·斯皮克斯（Larry Speakes）说，国民生产总值数据表明，经济已经走出低谷。……根据这个季度的国民生产总值，财政部长唐纳德·里根对会计人员说，我们开始看到经济复苏的前景了。

6月23日：前摩根士丹利总裁埃里希·海因曼（Erich Heineman）说："最近的经济数据说明经济复苏在稳步进行中。"

6月23日：第一个复苏征兆在国内引起了轰动。汽车销售业、房屋租售业以及零售业已经开始抬头。随着社会保障福利的增加和个人代扣所得税的减少（自去年税法颁布以来首次显著的收益），下个月的消费需求预期将上升到更高的水平。

财务状况疲弱的商业公司在想，在美联储的政策没有放松的前提下，经济开始复苏还是又会爆发一次通胀呢？随着工商业贷款需求的增加，这些疑惑正让我们看到利率始终未提高的一些原因。

7月1日：税收减免政策每年会使消费者财产增加320亿美元。而增加了7.4%的社会保险金也每年为市场增加了110亿美元的资金。

全国最低交易手续费 … 开户 … QQ … 45828088 … www.the…net

7 月 1 日： 商业部的领先指标综合指数在 5 月增加了 0.3%，已经连续 3 个月保持增长……在 3 月之前，这个指数在 10 个月中不是下跌就是持平。

7 月 1 日： 纽约预测公司总裁、里根总统的顾问艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）声称"在数周之内"，美国就会看到复苏的迹象。

7 月 6 日： 一个不寻常的信息让那些相信经济会有很大回升的人更加具有信心：罗伯特·威尔逊（Robert Wilson）是纽约著名的投资者，他领导着一家以自己名字命名的资金管理公司。多年来，威尔逊先生买入那些他认为股价过高的股票，然后再抛空赚取差价，他也因此而盛名远播。但是威尔逊先生现在并未抛空所有股票，因为他期待在经济复苏时可以获得高回报，他之所以这样做，"只是因为别人并不相信经济会有所回升"。

7 月 12 日： 我们大家现在可以看到经济开始持续回升了，尽管回升的过程有些缓慢。从建筑许可到货币供应量，前面许多项商业指标都预示这一现象的发生。

7 月 12 日： 市场已经开始从经济周期的萧条阶段走出来，并且正生机勃勃地走向了复苏时期。有时市场的不景气是无法预知的……但它一定会表现出一些复苏无望的迹象……如果市场确实走向了复苏阶段，首先表现出的迹象就是，股市开始下跌而不是快速回升。

7 月 14 日： 6 月美国零售业下滑了 1.5%，但许多经济学家预言，随着经济复苏的开始，消费者的购买力不久以后就会提高。第二季度的销售量比前一季度增加了 3.1%。

7 月 29 日： 里根总统宣称，经济复苏开始了。但他同时也承认，复苏的脚步是缓慢的。

8 月 2 日： 1981 年的平减指数为 9.4%，而本月第二季度的平减指数为 5%，几乎相当于 1981 年的一半。

8 月 5 日： 美国商会中的一位经济学家在最近一次报告会上说："公司盈利在很大程度上以现金流的形式表现为净收入和折旧费用之和。经季节性调整按年率计算，第一季度的公司现金流比 1981 年整年的还要高。"

8 月 6 日： 由塞多那市的罗伯特·埃格特（Robert J. Eggert）领导的由 40 个优秀预报员组成的团队，通过每个月的调查而得出的蓝筹经济指标可能是一种最准确的预测统计方法。蓝筹经济指标的平均值表明去年通货膨胀调整后的国民生产总值增加了 3.3%。所有经过调整后的产值都有不同程度的增加，估计范围是从 1.3% 到 6% 之间。6 月的调查显示国民生产总值平均值是从 3.6% 下降到了 3.3%。

8 月 12 日： 7 月全国零售业销售率只上升了 1%，这进一步证明了美国经济走进复苏阶段的脚步是迟缓的。

8 月 18 日： 美林公司前任主席里根（财政部长）同意考夫曼关于利率下降的说法，但仍怀疑这位分析家对于利率下降的推理，因为经济处于比较虚弱的状态。里根先生说："他只是为错误的推理找到正确的答案，他并没有注意到经济正在健康成长的迹象。"

全国最低交易手续费免费 [illegible] 开户 [illegible] 交易手续费
[illegible] QQ [illegible] 4582.8088 [illegible] 开户 [illegible] www [illegible] net

8月23日： 7月耐用消费品的订单增加了3.2%，这是自3月以来订单的首次增长。这也可能预示着在未来的几个月中工业生产会有所改善。

9月22日： 本季度美国经济正在以1.5%的速度增长……修订报告显示，在第二季度中，经季节性调整按年率计算经济正以2.1%的速度开始增长。

9月27日： 让人有些惊奇的是，商业创业达到了一个新高点。1978年资本增值税下调了49%，而去年的资本增值税在此基础上又下调了20%，这促进了投资于中小公司的资金增加。

10月1日： 纽约经济学家、总统顾问艾伦·格林斯潘预期实际国民生产总值——产品和通货膨胀调整后服务业的总价值，会在第四季度以每年2.3%的缓慢速度增长，这与1983年上半年的增长速度几乎相同。

10月5日： 大企业联合会透露："美国经济连续三个季度发展良好，这让企业领导信心大增。"

政府的经济数据表明，在1982年第二季度经济复苏时期已经到来。第二季度的实际国内生产总值也确实显示出了一个连续性的增加——相当于以每年2.2%的速度增加。对于在随后12个月中经济增长3.3%的预期也是准确的，因为经济确实增长了3.2%。在1982年熊市见底时，经济正处于增长期，而且发展前景良好。

在1921年、1932年和1949年熊市见底时，也出现过利好消息，然而却被市场所忽略。对这四次熊市的分析表明，汽车部门总是为投资者提供非常重要的指示信息。1982年汽车部门先于宏观经济复苏，并发生于股市见底前。1982年1月新车注册量达到了最低点，与上年同期数字相比下降了20%。

而到1982年6月，新车注册量只比去年低4%，这一数值的增加在投资者之间被广泛讨论。在这四个时期出现了相同的情况，物价下跌激发了我们对于重要耐用消费品的潜在需求。在1921年、1932年和1949年，汽车本身的价格出现了明显的下跌。而1982年汽车价格并没有下跌，消费需求的增加也不是很明显。1982年9月1日的《华尔街日报》显示，通用公司把1983年车型的价格提升了1.9%。然而即使新型车的价格不断上升，买车的费用也还在快速下降。因为在1982年初，美国的基本贷款利率已经从1981年20%以上下调到16%以下。这次融资利率的下降以及汽车价格的缓慢上升，实际上意味着1982年的汽车价格低于1981年的汽车价格。这种实际价格的下降导致了需求量的增加，而在1921年、1932年和1949年，这也预示着经济需求的增加和经济复苏的开始。如果股市因经济萧条

而进入低估时期，那么在经济萧条和熊市走到尽头时把汽车部门作为首要参考指标的投资者就会受益匪浅。

我们注意到，较大熊市见底时会表现出一个特点，新牛市开始前的经济复苏在很大程度上可以由新英格兰的复苏所预知。1982年7月19日的《华尔街日报》这样写道：

……长期处于经济萧条中的东北各州已经走出了阴霾……新英格兰总是最不景气的地区。在过去几年中，随着国家的发展，向微电脑、电信和高科技的转换使它的经济日益繁荣。总的来说，新英格兰领先于其他地区而发生了巨大的转变。

上述引用说明那段时期新英格兰经济的转变程度。无论有无这次转变，事实表明，新英格兰的经济复苏只比四大熊市见底提前了几周而已。

稳定的价格与熊市

在前面的部分我们已经看到，稳定的物价是显示股市中熊市见底的最重要的因素。对于前三大熊市见底来说，通货紧缩的结束也就意味着股价下跌的结束。80年代通货膨胀在经济萧条的形势下由高位直线下跌，因此造就了此次通胀环境的特殊性。如果我们把消费者物价指数的下跌作为通货紧缩的标志，那么在1982年11月之前这个时期的通货紧缩并不明显。在1982年第四季度，物价指数比第三季度的水平下降了0.6%。这次微小的通货紧缩与1921年、1932年和1949年的通货紧缩形成了鲜明的对比。在1921年和1932年，金本位制是出现通货紧缩的主因，而在1949年战后的经济调整是通货紧缩产生的关键因素。我们可以得知，通货紧缩为什么发生在那些时期，以及为什么通货紧缩的消除会引起股价的上涨。然而1982年发生的事情却让我们摸不着头脑。美联储货币无法实施外部控制的政策。在这20年中，早已因通货膨胀的增加而变得虚弱不堪的金融市场也开始害怕另一场战争的失败——美联储对抗通货膨胀的战争。而在1982年最让人惊奇的是，大熊市见底再一次与通货紧缩的结束时间相吻合。1982年消费者物价指数从牛市的出现就开始降低，然而直到物价指数的最后一次下跌，市场仍没有任何回升。股市在1982年的主要转折点就是物价开始稳定，在1921年、1932年和1949年也是如此。

前面部分我们讨论过，主要商品的价格稳定之后，物价会基本趋于稳

全区最低交易手续费免费 理财中 而空品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量化交易单点接申请交易所手续费
任何地方都可以找我们低10倍跨境佣 QQ 4582.8088 ……开户 www ……net

定，随后一般物价水平就会稳定。在 1921 年、1932 年和 1949 年，物价趋于稳定也就预示着股价将会上涨。有趣的是，尽管 1982 年的股市处于不同的通胀背景下，但仍显示出相同的特征。虽然这个时期按消费者物价水平来衡量的通货紧缩并不明显，但如果以商品价格作为指标那么通胀紧缩就会表现得很明显。从 1980 年 11 月的最高点到 1982 年 10 月的最低点，商品研究署商品价格指数下跌超过了 30%。图 12—1 说明，一般商品价格在 1982 年 10 月下跌到最低点，以及金融指数在 6 月下跌到谷底。

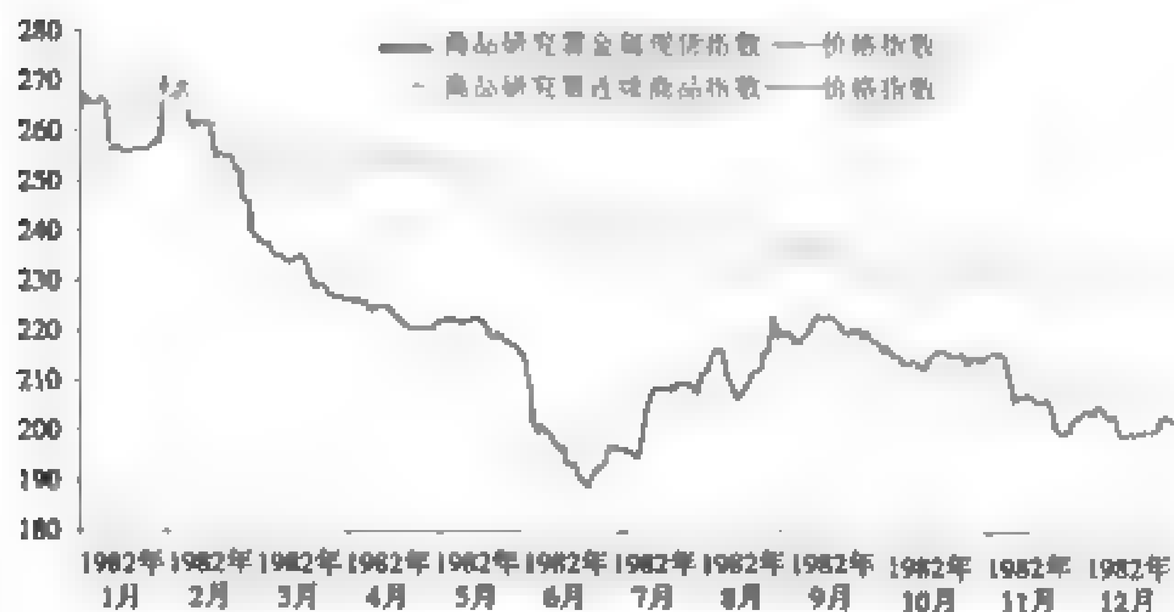


图 12—1　商品研究署指数及金属现货指数（1982 年 1 月至 12 月）

来源：金融数据库

一般商品价格指数的最低点出现在股市见底两个月后，而金属指数跌到谷底却是发生在股市见底时的前两个月。有些人认为投资者将会因物价的上升而感到恐慌，这种巧合确实是出人意料的。1982 年美联储想极力抑制通货膨胀的发生，物价的反弹可能预示着实际利率会提高到更高水平。美联储打败通货膨胀的信息铺天盖地，然而，物价的反弹难道不能说明美联储在此次战争中又失败了吗？值得注意的是，虽然在这种背景下物价出现反弹，但通货紧缩和熊市还是再一次同时走向了终点。

在本书分析的四大熊市见底中，商品价格停止下跌就表明股市中熊市已经结束。

图 12—1 提供了一般商品价格和金属价格的相关数据。之所以要把金属价格包含在内，是因为金属价格尤其是铜价的反弹更多是发生在物价稳定之前。截至 1982 年 5 月，铜价已经由 1981 年 8 月的最高点下降了 16%。从 5 月到 6 月，铜价再次暴跌 17%，随后又快速反弹，在 8 月股市见底时

全国最低交易手续费……开户……QQ……95622……www.ihelp.net

铜价已经回升到5月的水平。铜价在6月触底反弹是物价可能到达最低点的征兆。商品研究署现货金属指数在1982年6月跌到最低点，但与一般商品指数不同的是，现货金属指数在1982年的其他时间都保持在最低点之上。在1921年8月、1949年6月和1932年7月熊市见底时，铜价也走到了最低点（尽管在1933年初银行风潮中价格还会创新低点）。

铜价的反弹每次都先于股市反弹，或是两者同时发生。对于一些投资者而言，1982年铜价和物价的上升可能预示着通货膨胀的反弹和更加紧缩的货币政策，然而上述的现象还是发生了。因此如果商品价格稳定能很好地预示着熊市见底的到来，那么铜价的稳定就可能是物价基本趋于稳定最有力的证明。

从1982年10月开始的10个月里，商品价格的巨大反弹使商品研究署指数上涨了24%。牛市在这期间一直持续。在这些通胀和通缩快速交替的环境中，稳定的物价对股价的上涨起到了一定的作用，这一事实可能表明物价中蕴含着更多的信息。当股市处于低估期以及股价持续下跌时，稳定的物价可以明确地表明经济增长就要开始。1982年美联储极力抑制通货膨胀，稳定的物价至少可以证明最终需求也趋向平缓。债券市场已经相信美联储取得了胜利，但对债券市场而言，稳定的物价可能是预示经济回升的最重要的信息，而不应该过多地把注意力放在未来的通胀压力上。自1982年8月以来道琼斯工业平均指数上涨了50%以上，这也可能是利率下降和经济回升同时发生的原因。无论是什么原因，股票投资者都应该利用一般商品价格尤其是铜价的稳定来确定熊市结束的时点。

然而通过预测物价的未来走势判断股价的走势是极其困难的。预测其中任何一种走势都不是简单的事情，因此这种分析模式是不可靠的。此时在物价下跌的过程中，库存数量降低就要开始扮演决定性的角色。在1921年、1932年和1949年的《华尔街日报》中，库存数量降低成为未来经济发展的主要风向标。1982年这种现象也很明显，自二战以来按市值计算库存减少速度达到了最大值。对商品而言，每次价格的反弹都是稍纵即逝的，但这在库存量非常低时是不可能发生的。即使投资者相信物价上升的持续性，也不要因为期望物价会有所上升而在物价下跌时买进股票。历史表明，股票投资者在确定物价上升的持续性之前，都会先确定铜价是否有所上升。在经济衰退期，当股市已经进入了低估时期时，投资者可以根据库存的形势来期待物价的上升。如果对于汽车的最终需求有明显上升的迹

象（而不是仅仅对将来需求的预测），历史表明股市很快就会触底。

对漫长的熊市见底进行比较的关键问题之一就是体制的改变。如果在这期间体制发生了彻底的改变，还可以窥一斑而知全豹吗？尤其是当某个时期货币制度本身发生显著变化时，这种比较还会有效吗？

在 1921 年与 1982 年之间，随着固定汇率的取消，美国货币制度也发生了根本性改变。在汇率固定时，人们期望内部定价的调整可以发挥更加重要的作用。而在这种环境下，内部价格的调整限制了汇率的调整，并在商业周期的运行中起到决定性作用。当美国走向自由灵活的汇率制度时，内部价格的调整在商业周期的运行中只起到辅助作用。对经济而言，无论事实如何，尽管货币制度有所改变，但在 1982 年价格的变化始终向股票投资者透露着重要信息。即使货币政策的外在标尺已经消除，1921 年、1932 年和 1949 年的经验也很有可能因为体制的改变被逐渐削弱，但这些经验仍然可以被用来当做依据。

流动性与熊市

不时地问一下自己，是谁从通货膨胀中受益？债务人——社会的失败者受益，政府增加税收但不提高利率而因此受益。那么谁没有得到好处呢？那就是不做投资的人，还有拿着固定工资的人。

——约翰·厄普代克《兔子富了》

在本书中我们已经领略到，所谓的“美联储观察”（Fed watching）与其说是一门科学，还不如说是一种艺术。集中观察美联储资产负债表的变化，其目的是让美联储观察员能够更客观地确认熊市见底。我们发现，美联储观察员并不应该只是分析资产负债表的变化。1982 年的事件让我们得到了同样的教训。

1982 年夏天，投资者从美联储那里得到了根据资产负债表的调整而得出的非常明确的政策。美联储已经设定了银行系统的非借入准备金的增长进程，这被认为是与货币供应量增加的目标相一致的。如果货币供应量快速增加，银行将会被迫借入准备金，因此联邦储备利率将受到更大的压力。利率上升导致需求增长并降低货币供应量的增加速度。非借入准备金增加量的改变也明确表明了美联储对于最近货币供应数据作出的反应。图

12—2显示了1979年在以货币供应量增加为目标的货币政策中非借入准备金的增加情况。

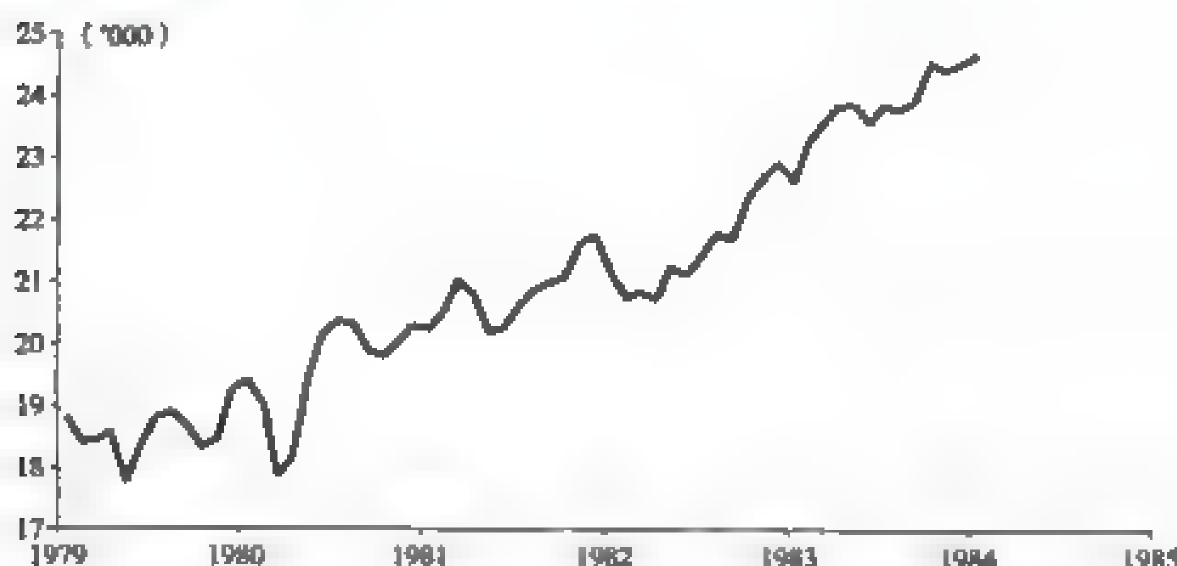


图12—2　美国储蓄机构的非借入储备金（百万美元）

来源：金融数据库。

注：已经过季节性调整。

图12—2在很大程度上表明在1982年非借人准备金的增长速度确实加快了，这也说明美联储正在寻求一种更简单的货币政策。1980年美联储资金紧缩给经济带来了极大的消极作用，如图所示，美联储又快速地放宽货币政策。随着1980年初货币政策的放松，非借人准备金的增加速度也发生了改变。经季节性调整后的数据表明，从1980年7月到1982年4月这21个月里，非借人准备金只增加了1.8%。然而，在1982年5月，经季节性调整后的非借人准备金与同期相比增加了2.4%。在接下来的8个月中又增加了10.6%，这说明非借人准备金具有了一种新的增长趋势。尽管整套数据表明非借人准备金的增加发生了明显的变化，但在当时并不是很容易识别这些变化趋势，直到8月我们才在混杂的数据中摸索出这种新的发展趋势。

虽然从5月以来，非借人准备金的发展速度明显增加，但这仅仅是由货币供应量的增加引起的，还是新货币政策所导致的？投资者不得不对此作出判断。货币供应数据具有很大的波动性，因此要利用货币供应量的增加来解释非借人准备金的加速增加并不容易。1982年夏天《华尔街日报》显示，如果非借人准备金增加，那么就会表现为，某个月的货币供应量很少，而另一个月的货币供应量却大幅增加。

7月中旬货币供应量的年增长率超过美联储3.5%的预期目标，达到了

全区最低交易手续费宽松 理国内 而会员股指原始期货开户 零佣金 不限资金量机交易量直接申请交易所手续费
什们都方便到比我们 10倍跨信走货 欢迎QQ咨询 4582.8088 期货开户办理 www.the p.net

6.7%。因此投资者们认为美联储会通过减慢非借入准备金的增长速度来降低货币供应量的增加速度。然而事实并不是想象中那么简单。在最近的银行创新中出现了可转让支付账户——付息的活期存款。这次创新鼓励储户在活期存款账户中存入更多的资金。尽管这并不能说明储户一定会用这些资金来消费，但消费水平还是因此增加了。然而与其相比，这次创新更能够加快货币供应量的增加。市场因此百般困惑，而且这种困惑是避免不了的。根据6月16日国际清算银行发表的报道，美联储在过去三年的时间里已经超额完成货币供应量的目标。如果未完成指标是正常的话，那么就很难预测美联储会对此时的货币供应量数据所作出的反应。

数据的波动性给预测增加了难度。在7月的第一周货币供应量增加的速度开始减小，《华尔街日报》报道："数据显示，在6月的最后一周中基本货币供应量暴跌37亿美元，这使周货币供应量限制在了美联储目标范围内。"因此，尽管有些人认为这是货币政策放松的信号，但值得注意的是，周货币供应量数据具有很强的波动性。9月货币供应量以16%的速度增加，市场进一步陷入了困惑。如果投资者把这种情况看成是资本紧缩的征兆，那么他一定会变得手忙脚乱。

由于美联储始终无法实现货币供应量的增长目标，而且转让支付账户的增加使数据失真，非借入准备金的增加意味着什么呢？尽管6月货币供应量大量增加，但非借入准备金也有所增加。7月货币供应量急剧下降，美联储对此增加了资金流动性。从《华尔街日报》引用的专家见解中可以明确得知解释此种情况的困难性。

如果评论员会因货币数据而变得手忙脚乱，那么对财政恶化的忧虑也会导致预测错误。6月14日《华尔街日报》报道，联邦储备局主席保罗·沃尔克（Paul Volcker）表明，要想拥有相对宽松的信贷环境，前提条件就是议会要对预算采取某些行动。然而政治家们对这个问题并未有所动作，因此这无疑让许多人觉得信贷条件是不可能放松的。国际清算银行在年度股东大会上确定地表示利率将在后半年有所提高，此次财政僵局可能是导致这种说法的原因之一。甚至最明智的经济预言家也相信，利率下降的可能性非常低：

7月6日：纽约顾问公司总裁以及里根总统的顾问艾伦·格林斯潘说："前半年我以为就预算问题议会会有所妥协，然而我错了。"格林斯潘先生预期在6月30日最低银行利率会达到11.75%，3个月的国库券利率会达

全国最低交易手续费免费……开户……不限……申请……易所手续费
任何地方都可以找我们做……QQ微信 4582.8088 ……开户……www……net

到 8.8%，而 30 年长期国库券利率会达到 12.9%。然而 6 月 30 日停止发行的 3 个月国库券利率达到了 12.6%，而停止发行的长期国库券利率达到了 13.875%。格林斯潘先生说："对预算的实况来说其长远前景并不乐观，议会需要再次努力限制预算费用。"

虽然这位美联储的下任主席也表示利率不会下降，但沃尔克却提出了不同的前景：

7 月 21 日：美联储主席告诉参议院银行委员会："对于联邦预算赤字来说，国债会起到必要的作用，同时也不会给利率的下降造成无法逾越的障碍。"尽管政府在资本市场施加压力将减缓利率上升的速度，然而，沃尔克先生希望"这段时期利率会有所下降"。

长期下降的利率和持续的财政僵局似乎有可能同时出现，评论家始终坚定这种局面很快就会有所改善了。随着债券市场重振旗鼓，质疑开始增加。《华尔街日报》报道，"美联储宽松的政策早已一去不复返了"（8 月 2 日），"很多经济学家警示今年的按揭利率很有可能不会下降"（8 月 3 日），"但大多数经济学家认为利率的下跌已经不远了"（8 月 19 日），"然而大多数分析家认为明年任何一次反弹，甚至是一次微弱的反弹就会使利率上升"（12 月 13 日）。如果有一个理由可能解释这些恐惧是多此一举的，那就是金融危机加剧会使供过于求的政府债券陷入危险的境地。

早在 1982 年 5 月，美联储就开始加快非借入准备金的增加速度，但这不能成为将来货币政策的指针。大多数评论家已经习惯于根据货币供应数据来考虑美联储的所有行动。1982 年夏天的关键性改变就是，美联储已经放弃了这个货币政策。这个政策悄无声息地发生了改变，但从那些学者对沃尔克的言语所作的解释来看，其实在 7 月末某些事情就已经发生了。7 月 21 日的《华尔街日报》报道，年中沃尔克在参议院银行委员会会议上对货币政策进行了回顾：

"此外，我会对此重点强调——货币供应量的增加超出了预期范围，这在短时间内是可以允许的，而在这种环境下产生的预防性动机在经济混沌期会导致比预期更强的货币需求。"

这种有所保留的表达方式其实已经承认，如果经济进入混沌时期，以货币供应量的增加为目标的政策将被抛弃。在接受提问时，沃尔克声称德顿斯代尔政府债券和宾夕法尼亚忠诚银行的破产并不会使经济进入混沌状

全国最低交易手续费免费办理证券开户期货开户 ... www.7help.net

态。而此时沃尔克自己心里清楚，墨西哥已经濒临破产的边缘，公债交易商也将面临前所未有的困境。经济混沌状态已经明显出现了，这就说明新政策也要随之出现，而美联储实际上早已放弃了货币供应量增加的目标。美国银行系统利用政府信用而产生的债务再次恶化，这潜在地成为政策改变的催化剂。7 月银行资产负债表比想象中的还要糟，而墨西哥的形势只会加重现在的状态。7 月 30 日的《华尔街日报》报道：

储蓄机构每年都在流失数以亿计的美元，而与这些机构不同，大多数银行可以获得足够的利润来弥补大量坏账的形成……然而令人好奇的是，在第一季度这种不良贷款的激增很少出现在银行赢利报告中。事实上，由纽约 Keefe Bruyette & Woods 银行咨询公司编辑的 24 家银行指数表明，不良贷款的严重程度以及其占总资产的百分数只有五年前的一半……伊利诺大陆银行的不良贷款已经增加了 54%，达到了 13 亿美元，而逾期的贷款占了 47%——10.5 亿美元……最具有动荡性的祸根可能正在海外形成……花旗银行几乎 2/3 的贷款和汉华银行的 50% 贷款都发放在海外……然而一位证券分析家说："尽管波兰无法偿还贷款，然而没有一角钱是被划分到坏账的范围内的。"……在过去大银行向这些国家贷款的理由就是，这些国家并不会破产。

9 月 15 日国际银行系统明显地陷入了混乱状态，引用《华尔街日报》中的评论：

波兰、墨西哥、阿根廷、东德、巴西、尼日利亚、智利、扎伊尔、南斯拉夫、玻利维亚、委内瑞拉、秘鲁、坦桑尼亚、苏丹、印尼、罗马尼亚及 12 个其他国家——这个名单是一个国际银行经理永远摆脱不了的噩梦。前两个国家——波兰和墨西哥已经破产而面临着违约的风险……在银行经理的投资组合中其他国家是不在考虑之列的。

许多银行经理和政府官员担心的是，如果阿根廷和巴西就贷款问题违约的话，其他国家就会纷纷效仿，这会把许多大银行推向危险的边缘并会导致全球性的金融恐慌，这最终可能导致类似于 30 年代全球性经济萧条再次袭来。去年底发展中国家的债务负担已经从 1973 年的1 000亿美元迅速增长到5 400亿美元。而今年可能会增至6 400亿美元。其中 3 270 亿美元来自于西方商业银行……德国商业银行行长以及西德最大的国外贷款者之一 Walter Seipp 回想说，当波兰和墨西哥出现问题时，银行家们都觉得一个信用国家违约是令人难以置信的。他又补充说："70 年代末参与国际借贷的

大银行并不会持续多久。"

商业银行资产负债状况持续恶化，7 月 1 日美联储公开市场委员会做出重大决定，放弃货币供应量增加的目标并加大资金流动性。7 月 21 日沃尔克的发言首次微妙地表明新政策已经开始运行。

尽管美联储明确表示允许货币供应量超出预期目标，但还是有一个隐形的规则来限制联邦储备利率的过度增长。联邦公开市场委员会会议中讨论了"保护"利率的问题，而这正说明不可能允许货币供应量的无限制增长。随着美联储同时关注货币供应量增加和利率这两个问题，这期间就发生了一个微妙的转变。尽管货币供应量已经超出预期目标，然而政策的改变可以允许非借入准备金的持续增加以及更加宽松的货币政策。对于那些能够解释沃尔克神秘言论的人来说，这是信贷条件将要放松的最佳信号。

货币供应量的目标已经被放弃，而现在来自美联储的流动性信号成为吸引投资者投资股票的"霓虹灯"。自 7 月 19 日开始的 6 个月里，贴现率下降了 350 个基点。1982 年 10 月美联储发表声明，联邦储备利率也被纳入了目标范围，此时政策的改变正式形成。重要的是政府债券市场从未因为信贷条件将要放松而变得恐慌。从 8 月到 12 月，长期政府债券收益率从 14% 左右下降到 10.5%。随着长短期利率的下降，股票市场出现了反弹现象。墨西哥经济崩溃使经济陷入混沌状态，利率下降和股市反弹也因此随之而来。资金流动性分析家仍按照以往的目标解释货币政策，因而不能预知发生 1982 下半年货币政策的松紧程度。真正获益的是那些正确理解沃尔克的保留性言论的人，货币政策已有所改变，更加宽松的货币政策就要到来。

总的来说，要通过分析美联储的资产负债表来获得流性动变化的信息，以此判断熊市是否见底似乎是一种危险举动。在 1921 年和 1932 年这种方式被证明是错误的，而解释 1949 年的数据具有很大的难度。1982 年这种方式却极其正确地判断出熊市见底的时间。然而就这一点来说，1982 年 7 月资金流动性的增加所引发的连锁反应更加说明财政已经陷入了困境。

1982 年没有金汇兑本位和布雷顿森林系统的限制，美联储对于财政困境实行了宽松的政策。在 1982 年 7 月，无需进行精密的流动性分析就可以认识到，在经济混沌期间，资金的变化能力将会增强。

股市跌到谷底，而此时较不发达国家出现债务危机已经是众人皆知，而主权违约越严重，股价和美国政府债券的价格就会上升得越厉害。如果

全国最低交易手续费[illegible]开户 [illegible] 交易[illegible]
[illegible] 95621 8088 [illegible] www.[illegible].net

可以只从一次熊市中总结出经验的话，那么当美联储解救处于危险境地的金融系统时，股价就会相应地上涨。因此在 1982 年，无论情势多糟，投资者确信美联储会进行积极的回应，而债券市场也并没有因此而显得恐慌。

在前一个大熊市见底时，美联储维持金融系统的稳定。在 1931 年夏天，美联储尽全力降低市场流动性并维持金融系统的稳定，但美国货币的贬值给美元带来了一定的压力，因此这个政策被放弃。1982 年这样的外在限制因素已不复存在，因此人们都充满激情地等待着美联储的反应，而不是等待类似于 1931 年发生的资本外流。现在外国政府所持有的美国政府债券的比率创下新高，这是否成为货币政策的一个非正式限制，理所当然地成为人们谈论的焦点。

利用广义货币的变化来判断熊市见底的做法是徒劳的，这在本书中已经评论过。在 1921 年、1932 年和 1949 年广义货币的变化被证明并不能成为一种准确的信号，在 1982 年也是如此。1982 年货币量增加出现在熊市见底后，但这在很大程度上使股市有所改善。按名义价值和市值计算，1981 年 4 月前后广义货币量反弹趋势愈加明显。然而那次反弹恰好出现在大熊市中，道琼斯工业平均指数在接下来的 16 个月中几乎下跌了 24%。按名义价值和市值计算，1982 年广义货币量的增加已经到了一个停滞时期。1982 年和 1983 年都没有广义货币量增加的记录。此外信用增加也表现出同样的情形。按名义价值和市值计算，1980 年最后一个季度信用出现反弹——这在股市见底之前很久就发生了。如果投资者以信用增加作为购买股票的依据，那么他们会在 1980 年至 1982 年的熊市中损失惨重。

我们已经注意到，美联储资产负债表的变化表明流动性进入了一个缓和时期。当美联储试图扩大所谓的“弹性通货”时，资产负债表这个指示器给我们带来了严峻的考验。因为贴现率有时表明美联储将来的立场，因此我们也可以关注一下美联储所控制的关键利率。而在观测的四个时期中，只有一个时期以贴现率作为指标被证明是成功的。1921 年 5 月美联储首次降低了贴现率，随后在 8 月股市也跌到了谷底，在这期间投资者损失了 20%。1949 年 3 月信贷控制的变化首次表明，美联储自信地认为通货膨胀已经得到了控制。7 月股市见底，而在 3 月到 7 月之间投资者已经损失了 10%。

1981 年 10 月美联储再次降低了贴现率。尽管到 1982 年 8 月股市才跌

全国最低交易手续费 [illegible] 开户 [illegible]
[illegible] QQ [illegible] 45822808 [illegible] 开户 [illegible] http [illegible] www [illegible] net

到谷底。然而在这个确保安全的时期，资本损失却几乎超过10%。当把美联储利率首次下调作为参考时，流动性已经趋于缓和，与之后的资本利得相比，资本损失达到了最小化。

主要的问题就是，在1929年11月贴现率首次下调后，紧随新政策的投资者把资金大量地投放到市场中，这也因此遭受了重大损失。

1929年也可能是个例，在美联储引起的经济萧条时期，利率下降是购入便宜股票的最佳时点。很明显1921年、1949年和1982年美联储的政策导致经济萧条。当美联储认为经济处于反通货膨胀的压力下时，那么这就是最好的购买时机。在这三个时期中，美联储提高利率来与通货膨胀抗争，当它认为战争终止时就会下调利率。而1929年的情况却有所不同。20年代通货膨胀已经终止，1929年末美国经济的萎靡不振并不是由美联储引起的，德国赔偿问题、盟国债务赔偿问题和金本位系统的错误重建使全球金融系统不可避免地失去了平衡，这才是此次经济萧条的真正原因。如果把1929年至1932年的熊市看成是一个例外的话，那么跟随贴现率的首次下调而投资股票就是一种明智的决策。投资者在考虑投资之前应该等待股市进一步下跌10%，这可能就是所谓的经验法则。历史表明，这个法则的有利因素远远大于其有害因素。

然而对于跟随贴现率的首次下调而投资股票，还是有必要提出进一步的警示的。我们已可看到，1980年中期美联储货币目标体制的建立使这一决策产生了戏剧性的转变。1980年5月贴现率暴跌，此后虽有所回升，而随之又再次下跌。尽管1980年5月投资者就急于投身股市，但是直到1982年8月贴现率才开始回升。就此而言在1982年8月股市见底之前，资本损失几乎达到了10%，但如果按市值计算的话几乎达到了20%。官方利率的曲折变化是以货币供应量增加为目标而产生的最直接的后果。贴现率的这次变化正是特殊货币政策所需要的，而这也被认为是只有在那种时期才可能发生的事情。参考1929年11月和1980年5月的情况，投资者们应该时刻保持警惕，但是贴现率的下调意味着通货膨胀的结束，这时就应该准备购买便宜股票。

牛市与熊市

他热爱大自然，尽管他在大自然中几乎没有决定权，这些是松木、云

衫还是冷衫？他喜欢钱，尽管他不知道怎么取得它，或不知道如何利用它。

——约翰·厄普戴克《兔子富了》

一般来说，牛市是不可能出现在熊市见底的时候的。然而在1982年，牛市确确实实出现了。当专家们亲眼印证这一实况时，他们的大量评论出现在了《华尔街日报》上。

6月14日：惠灵顿基金管理公司的丹尼尔·亚恒（Daniel S. Ahern）说，上个月汽车销售量的回升，在几个月内，4月和5月的总零售量是最高的，而这也是消费者的消费气氛有所提升的一个标志。他提到，下个月所得税金下调10%，再加上社会保险金的通货膨胀调整，在很大程度上刺激了消费。

6月15日：卢佛金&杰瑞特公司的埃里克·米勒（Eric T. Miller）说："我们一直认为大多数股票已经跌到最低点了……而市场也已经吸收了足够多的不良经济新闻。"

6月18日：黄金迷已经对这种金属感到了厌恶。20年来人们一直提倡金银投资，而现在詹姆士·戴因斯（James Dines）已经发电报给他的顾客，通知他们卖掉手中的黄金储备……说完这些话，一些市场跟随者说，黄金迷的时代已经过去了。

6月23日：Laidlaw Adams & Peck有限公司副总裁艾伦·普尔（Alan C. Poole）声称："熊市要不是停止于抛售顶峰（随着交易量的增加股价暴跌），就是停止于平台期，此时股价变化不大或是没有变化，我们因此而处于一个停滞时期。"

6月28日：波士顿的凯思通基金托管有限公司的常务副总裁詹姆士·迈考尔（James R. McCall）宣称："我们正在谷底游荡，因此我们现在更加看好股市。"

7月2日：拥有16亿美元资本的德瑞福斯基金已经开始削减公用事业股票的持有量，而这些股票在1981年为它带来了可观的收益。所增加的现金储备如今又回归到了股票市场。基金总裁霍华德·斯坦（Howard Stein）说："与大多数股票相比，我在这些股票中可以轻易地获取50%的收益。"

7月14日：美林公司、皮尔斯公司和Fenner & Smith公司等知名经纪公司以及高盛公司、贝尔斯登公司和赫顿公司都可以提供一大堆被认为值得投资的股票信息。然而它们还有其他共有的东西，那就是他们的最高指挥者都相信投资者投资债券会获得更高的收益。

7月28日：科罗拉多斯普林斯的哥伦拜资本服务公司约翰·布拉什（John S. Brush）说："从去年开始利率就下跌，再加上公司利润并不会再度下降，这就表明股市已经跌到谷底。"他又补充说："在接下来几年里，通货膨胀会明显地冷却下来。"

全国最低交易手续费…… 咨询QQ或电话 9562180888 …… www.7help.net

7月27日： 当股价不断下降时交易量几乎为零。基德公司副总裁拉尔夫·阿坎波拉（Ralph Acampora）由此宣称：“市场萎缩并开始消化最近利率的下降，这其实是一种正确校正。”他又补充说：“最近只要市场出现反弹，消费品股票就会受到很大的影响。”

7月30日： 高盛公司投资政策委员会主席利昂·库珀曼（Leon G. Cooperman）宣称：“经典牛市的出现一定会伴随着利率的进一步下降。”随后他补充道：“更低的利率是市场中不可缺少的番符，同时也是我们的定心丸，它让我们相信经济正在不断回暖，价格收益比也在不断增加。”

8月2日： 洛杉矶资本守护信托公司总裁罗伯特·科比（Robert Kirby）说：“我通常对这种一致的观点表示怀疑，但现在我同意在利率下降之前股票将会保持原位。”科比先生说，他怀疑，在过去的50年至60年中，股票每次都以低于面值的价格出售，因为今年道琼斯工业平均指数下降到了800点以下。

8月6日： 花旗美邦、Harris Upham & Co. 常务副总裁艾伦·肖（Alan R. Shaw）说：“因为我们害怕金融崩溃——如银行倒闭和公司破产，我们一直抱有‘熊出没请注意’的想法。高利率、高通胀、政治混乱、第二季度可怜的收益和中东战争总是让我们眼前浮现出熊的图像。”

8月12日： 道琼斯工业平均指数跌至谷底。

8月13日： 费城忠诚银行首席经济学家莱西·亨特（Lacy H. Hunt）说：“与货币政策相比，财政政策对信心的影响更大。除非政治进程能够解决权利计划和社会保障问题，否则我们会在1984年、1985年甚至以后会遇到更严重的赤字。”

8月13日： 塔尔萨资本顾问公司总裁理查德·明歇尔（Richard E. Minshall）说：“最近的股市无法稳定持续地上涨，这表明熊市可能需要以抛售顶峰作为结尾了。”

8月16日： Glickenhaus&Co. 首席投资官塞斯·格里肯豪斯（Seth Glickenhaus）说：“利率将开始大幅下跌，实际货币成本不再高于通胀率，这也会激发这个国家历史上的一次经济大繁荣。道琼斯平均指数会大幅上涨，当然这纯属猜测，但我认为它最后一定会超过1 200点。”

8月18日： 高盛与所罗门兄弟公司一样，主要与机构进行交易，但它也会利用自己的信誉来提高股价。高盛让它的客户把股票持有量占投资组合的百分数从35%增加到55%，并减少债券和现金储备的持有量。

8月18日： 昨天交易量增长在很大程度上与一位分析家的声明有关。所罗门兄弟公司信用分析员亨利·考夫曼（Henry Kaufman）长期以来对金融市场抱有悲观态度，然而如今他却一反常态，告诉客户他预测在接下来的12月中利率会持续下降。考夫曼先生说，长期国库券收益率会从12.5%下降到9%，此外他还预言短期利率会下降三个百分点。

8月18日： 华盛顿的Ferris & Co. 公司经纪人乔纳森·顾德曼（Jonathan

F. Gutman）预测："这并不会就此结束，应该会出现一次反弹，但38点并不能算是反弹。也有些人说1980年的繁荣刚刚开始。"

8月18日：A. G. Edwards & Sons公司分析师阿尔弗雷德·高曼（Alfred E Goldman）说："真正见底的一个关键要素就是，当你已经投降（高成交量）时，你的厌恶感会增加而信心却有所缺失……但这次投资者表现得很满意，很有信心。满怀信心迎接牛市，这本身是不正常的。"

8月19日：尽管中小投资者仍是小幅投资，然而大量的机构进仓使纽约证券交易所创下了单日交易量的新高。其他经纪人说，中小投资者似乎不相信熊市和经济萧条已经结束了。

8月23日：美林技术分析师认为，上周的价格波动是一个失败的开端。市场分析师理查德·迈克卡比（Richard McCabe）说，在市场回升之前，机构并不会进行大量的出售，因为他们在其他长久的牛市运动之前这样做过。"

8月24日：上周二纽约证券交易所中的换手量为9 300万股，交易量为9 500万股，而1981年一天的交易量达到了130 000股，当时小投资者的交易量最多。

8月25日：昨天蓝筹股大幅下跌，但交易额仍持续上涨，最大成交量几乎达到了12 200万股——记录中的第二名……Bache Halsey Stuart Shields公司副主席希尔德加德（Hildegard Lagonski）宣称："市场萎缩只是表面现象，也是暂时的，交易额仍不断增加，这正是牛市的典型表现。"

9月2日：Harris Upham & Co.公司雅克·塞里奥特·哈里斯（Jacques S. Theriot Harris）说："尽管最近几周出现了疯狂的行为，但机构仍拥有大量的现金储备，股票也仍值得买入，股价的下跌可能只是短暂现象。"

9月3日：添惠公司副总裁和资深的市场分析师唐纳德·金赛（Donald Kinsey）宣称："股价不可能持续下跌，除非事实表明现金储备已经被耗光了。在过去，当投资者从看跌转向看涨时，市场并不会显示出明显的倾向。"

9月10日：费城Cashman Farrell & Associates公司的詹姆斯·法雷尔（James H. Farrell）宣称，根据"世俗认知"，每次较大的市场回升之后都会出现一次较大幅度的萎缩。然而他认为，这次的萎缩会是轻微的，因此等待大幅度萎缩的人将会失望。他说，仍有大量的现金等待人市，而在这个季度末退休金储备经理的报表中并没有大量的现金储备，这正是这种现象出现的原因。此外美国股市中有大量资金在寻求一个避难所。

9月17日：Dean Witter Reynolds公司投资政策委员会成员李·伊德尔曼（Lee H. Idleman）宣称："如果前几周股市的表现是新牛市的开端，那8月的'火焰'只是未来的一小部分而已。"他补充道："起初阶段投资收益率达到30%，也可能是50%。"

9月21日：美国运通公司执行副总裁彼得·达普佐（Peter J. DaPuzzo）宣称："市场正在消化先前的收益，随

今日最低交易手续费免费…（水印，模糊不清）

着市场开始萎缩，成交量几乎为零将是一种积极的表现，而个人投资者只注意到了一些次要原因。"

9 月 23 日： 卢米斯赛勒斯公司副总裁迈克尔·默里（Michael T. Murray）宣称："剧烈波动的市场发生了一些变化，最近几周的整个形势表明市场要出现利好还有很长的路要走。"他补充道："在这个过程中关键性因素就是通货膨胀，只有制止通货膨胀，投资者最后才能获得收益。"

9 月 23 日： 在这个月前 15 天纽约证券交易所的卖空额攀升了 25%。赫顿公司牛顿·津德尔（Newton D. Zinder）宣称："月卖空额的大量增加一般发生在大牛市的初期阶段。"他引用了 1975 年 2 月、1970 年 6 月和 1962 年 6 月这几个时期中比较大的卖空额上升比率。

9 月 29 日： 高盛投资政策委员会主席利昂·库珀曼宣称："我们只是处于牛市的初期，其他时期还没有到来。"他说，战后的牛市平均持续时间为 30 个月，谷底至高峰的收益平均提高了 66%。

在 1982 年股市见底时许多人买进股票，也有许多人在 80 年代的大牛市开始时就预测到了即将到来的反弹。

在 1921 年、1932 年和 1949 年熊市见底时，大量股票开始最后的一次大幅下跌，而 1982 年的情况却不同，并没有出现大量股票的暴跌现象。因此，相信股市在见底时具有一定规律性的投资者在 1982 年彻底失望了。A. G. Edwards&Sons 公司评论家阿尔弗雷德·高曼（Alfred E. Goldman）说，股市最后下跌阶段并没有出现大量的出售现象，说明熊市并没有真正结束，如图 12—3 所示。市场开始回暖后的 10 天，美林公司理查德·迈克卡比怀疑是因为没有出现抛售事件才使股市持续回暖。这并不是说抛售事件是一种偶然事件，但在四次大熊市见底时，股价达到了最低值，而此时这种事件确实没有发生过。从 1968 年至 1982 年在交易市场中有许多转折点，可能是在这种交易环境下，最后大量股票的抛售是最具有特征性的。

如果一定要描述熊市见底特征的话，那就拿 1982 年来举例，市场横向盘整或呈下行态势，随后少量股票价格会再次暴跌。在市场横向盘整期间，市场对于利好和利空的反应比想象中的更加柔和。少量的股票开始有所回升，或是像在 1982 年，大量的股票开始回升，但对于现在来说，质量较高股票的数量将会开始增加，更高水平和更多的股票证明熊市已经走到尽头。

1921 年、1932 年和 1949 年的一些共同特点在 1982 年并没有出现。一个主要的不同点就是，在 1982 年熊市见底之前的许多年，市场中大量股票

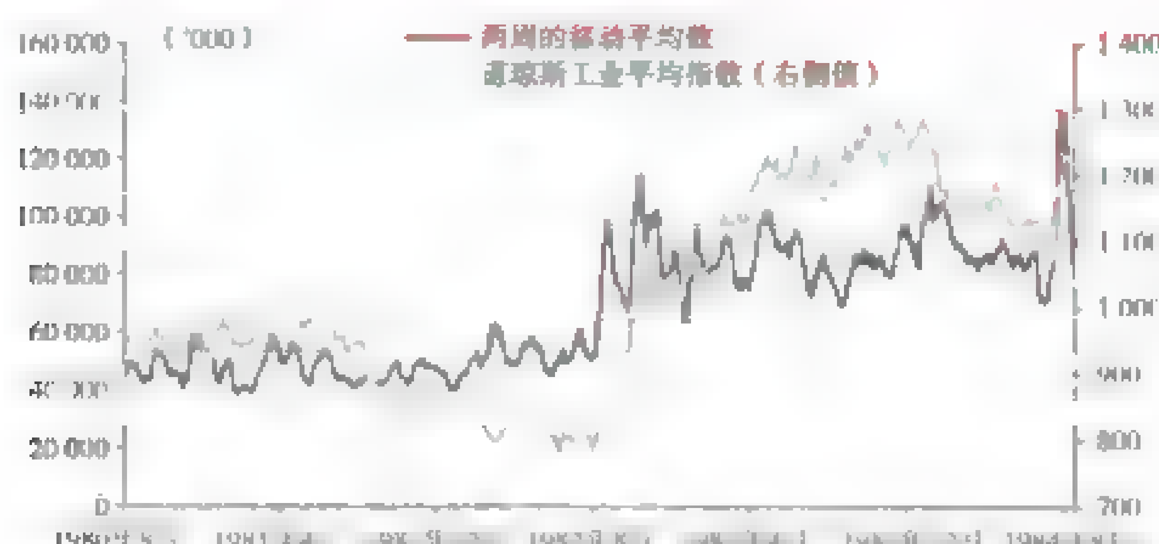


图 12—3　没有抛售现象：道琼斯工业平均指数和纽约证券交易所的交易量（两周的移动平均数）

来源：道琼斯公司，纽约证券交易所

已经开始回升。大众对股市的兴趣是通过周转率来测量的，而前些年的大众兴趣并没有出现这种上升现象。在股市谷底，从周转率的绝对水平中似乎得不到有价值的东西。1982 年的年周转率为 42%，而 1949 年为 13%，1932 年为 32%，1921 年为 59%。在 1982 年另一个关键的不同点是，1982 年股市见底后大量股票价格开始反弹，而在其他三个年份只有少量股票价格开始反弹。

在识别 1968 年至 1982 年的熊市时，许多技术指标被证明是可行的。与所有大熊市见底相同的是，市场表现出少量股票下跌而大量股票上涨的特性。这恰当地表明清算压力正在消除。

1982 年夏天表现出了一种明显的一致性，只有利率下降时股价才会上涨。

多数人认为持续的财政恶化会使利率停止下降。财政处于低迷时期会给经济带来负面影响，而把注意力放在这些负面影响上被证明是失策的。

尽管财政赤字不断加重，但在 1982 年利率仍快速下降，而且 80 年代期间始终持续这种状态。本国经济不是利率下降的直接原因，海外经济才是利率下降的真正导火索。

这是全球金融系统出现财政危机的信号。尽管财政赤字日益严重，但财政危机被证明是短期利率下调的催化剂。短期利率的下降幅度让人惊讶，但真正让人惊讶的是长期利率的大幅下挫。长期利率的下跌会导致估值的增加，因此在这种环境下股价回升并不让人吃惊，然而又有谁会预测

全国最低交易手续费帮助您在国内正规期货公司开户 零佣金 不限资金 交易单向按申请交易所手续费
开户地址不限 ……咨询QQ详询 958218088 期货开户和书籍下载网址 http://www.7help.net

到长期利率的大幅下跌呢？那就是亨利·考夫曼。1982 年华尔街股市有了较大回升，考夫曼改变了对长期利率的预测。随后大量股票猛烈上涨，在那时他的评论起到了很大的作用。

考夫曼被称为"股神"，他作为一位利率预言家，有着自己独特的预测方法，那就是根据信贷供应和信贷需求进行预测。在他的自传中，他描述了为什么在 8 月 17 日从欧洲度假回来后，他就公布了"熊市结束、牛市到来"的预言：

当我得知所罗门兄弟公司中发生的一些紧急事件后，我把同事召集起来，重新分析了最近利率情况的数据。分析完之后，我就确定利率一定会大幅下跌。是什么发生改变了呢？首先，经济停滞不前，这可能使通货膨胀有所缓和。第二，金融约束和激烈的国际竞争使经济紧缩。企业在巨大的压力之下将调整他们的资产负债表，与此同时金融机构不再肆意地放贷及投资。另一个限制放贷（本国的和国际的）的因素就是国际债务这个沉重的负担。

尽管利率是在看跌的经济形势中被预测的，但考夫曼对之前预测所做的改变使道琼斯工业平均指数的单日涨幅达到了前所未有的高度。他的预言被证明是正确的，人们最惊讶的就是，财政危机持续恶化，而长期利率竟然还能有如此大的下跌幅度。1982 年 6 月参议院的预算决议提出 1983 年的财政赤字将达到1 039亿美元（而在 1983 年实际报道的赤字为2 080亿美元）。1982 年的财政赤字占国民生产总值的 3.9%，这是二战以来的最高值。财政危机继续恶化，1985 年的赤字达到了国民生产总值的 5.9%，这超越了 30 年代和平时期的顶峰。1982 年夏天利率下降，而经济在这种背景下却开始回升，对投资者来说这几乎是不可能发生的事情。然而，即使是最明智的评论家也很难预测到这种结果：

纽约顾问公司总裁和里根的顾问艾伦·格林斯潘声称，在数周之内，国家就会出现复苏的迹象……他说，只有当金融市场相信议会将在未来几年中降低赤字开支时，利率才会维持在高水平。

1982 年夏天各个市场也因财政恶化而感到了恐慌。然而在美国历史中，财政恶化并没有因此阻碍经济的快速发展，也没有阻止牛市的出现。债券和股票市场的回升以及经济复苏有力地证明了这一点。

道氏理论是由汉密尔顿、雷亚和沙佛（Schaefer）所阐述的理论，它

全国最低交易手续费……开户 ……
……956218088 ……www.7help.net

几乎明确指出了1921年、1932年和1949年股市见底的时间。然而道氏理论毕竟不是机械化的，不同的道氏理论家经常对市场走向得出不同的答案。截至1982年道氏理论家的人数已经十分可观，也因此难以达成一致意见。按照一些道氏理论家的说法，1982年10月股市出现了“购买”信号。在这个阶段，道琼斯工业平均指数几乎上升了30%，但这只占1982年至2000年牛市总收益的一小部分而已。尽管1982年的迹象不是很明显，但道氏理论再次帮投资者确定了大熊市见底的时间。

在先前的股市谷底时，股市会持续上升的关键标志就是，最初并没有出现空头回补的现象。在1982年8月股市暴涨期间，并没有出现空头回补的现象，投资者反而开始加仓。5月14日共有10 360万股被卖空，而8月中旬下降到只有9 640万股。然而，8月市场回升时，卖空现象急剧增加，9月15日空头仓位创下了新纪录，达到了到12 050万个。最初股市回升时并没有出现空头回补的现象，这就说明股市回升本身具有一种价格运动的特征，那就是股市回升具有一定的惯性。

1982年夏天《华尔街日报》上显示，股票投资者开始关心利率的前景。与其他熊市见底相比，1982年熊市见底时公司盈利的前景已经不是投资者们谈论的焦点。1982年美联储确立的新目标似乎会使利率保持在高水平，并会阻止收益的增加，也许这正是投资者焦点变化的原因。在这种环境下，只有利率下降时，公司盈利才有可能增加。因此把焦点放在利率的升降上也是合情合理的。1982年8月股市跌到谷底，此时债券市场开始回升，而短期和长期利率开始下降。

等待公司盈利增加的投资者望眼欲穿，直到1983年第二季度他们才看到一线希望。在四大熊市见底时，一般在股价跌到最低点后的几个月盈利最低点才会出现。盈利通常会滞后4到7个月，平均间隔几乎达到了6个月。

债券与股市

在宾州公园的一间小石头房屋，曾经是一位花匠的农舍，而如今却价值78 000美元。贾尼斯想把价格压到25 000美元，但哈里告诉她，在通货膨胀时期，按揭利息是减免的，而最低额为10 000美元的6个月金融市场定期存款可以拿到几乎12%的利息，因此，负债是一件美好的事情。

——约翰·厄普戴克《兔子富了》

全国最低交易手续费完整外盘国内下期商品期货开户 零佣金 不限资金 即时交易 易于投资申请交易所手续费
件可加入西田ET成功学习 10倍杠杆住地介绍和QQ群 956218088 期货开户 私书籍下载网址 http www.7help.net

在债券发行的第五个20年里，债券熊市在1981年10月结束了。在1981年10月的第一周美国长期政府债券的收益率就从1946年4月的2.03%上升到15.1%。通货膨胀的降低使政府债券市场一直表现平平。在1980年3月年利率达到了14.6%的高峰，而到了9月就下降到了11.0%。同时物价的下降也是造成债券市场表现不佳的原因。在1980年11月商品研究署期货指数达到最高点，而到了1981年9月就下降了20%。通货膨胀已经得到了有效的控制，但影响债券市场的主要因素是短期利率过高，以及由推崇减税政策的白宫和民主人士组成的议会所造成的财政问题。

自从1979年以来，美联储就锁定了增加货币供应量这个目标，因此为了达到这个目标，短期利率就成为一个工具。没有人知道短期利率的动向。这个政策的实行使联邦储备利率在1981年夏初达到了20%。9月利率几乎达到15%，但在货币供应量目标下利率的波动性导致预测难度增加，因此很难预测利率是否持续下降。1981年第四季度投资者的观念开始发生转变。图12—4显示，从1981年10月初到1982年7月末，美国长期政府债券收益率下降了200个基点，达到了13.1%。

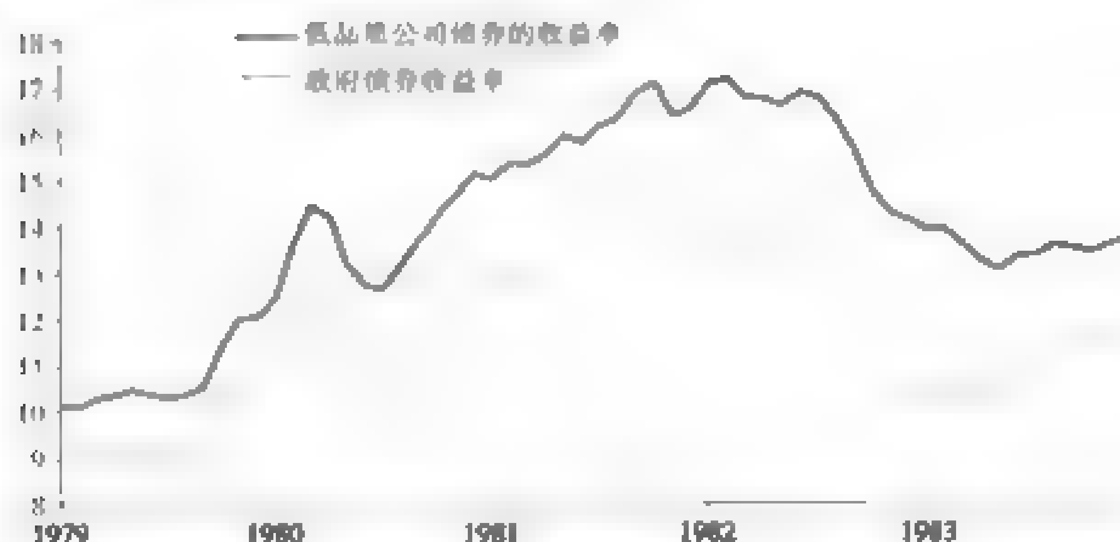


图12—4 美国政府债券收益率（长期），穆迪低品质债券的收益率

来源：美联储

长期利率下降的一个因素就是通货膨胀持续地快速下降。在那个时期，通货膨胀几乎以每年四个百分点的速度下降，而截至1982年7月它几乎降到了1980年3月的一半。通货膨胀的持续下降以及美联储继续货币供应量目标的决定使债券投资者恢复了信心。尽管政府债券的名义收益率下降，但实际利率还是在稳定地上升。从1981年9月到1982年7月，由消费品物价膨胀系数计算得出的政府债券实际收益率从4.4%上升到7.4%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规期货账户开户，零佣金，不限资金规模，交易单直接申请交易所手续费
与期货公司佣金，我们只收取交易所手续费的一半，咨询QQ号码：958218088 期货开户，私书籍下载网址 http://www.7help.net

债券大牛市的第一步已经迈出了，但实际利率表明，债券投资者对利率的长期远景仍抱有怀疑态度。1982 年夏《华尔街日报》深入分析利率居高不下的原因，并在市场情绪发生改变时，对 1982 年 8 月 17 日的事件进行了深入分析。

《华尔街日报》提到的导致实际利率居高不下的事件包括：公司破产风潮、美国国库大量的借款需求和最近德瑞斯戴尔政府债券公司的违约。太平洋投资管理公司退休金基金经理威廉·葛洛斯（William Gross）总结出了自己的观点，他在 6 月 15 日的《华尔街日报》中这样写道："系统长期遭受各种压力，这就会导致意外的发生。此时安全是最重要的。"的确是这样，投资者的恐惧感加强，在 8 月 17 日纷纷投资债券。这可能是因为亨利·考夫曼的行权对债券市场产生了积极影响，但也许经济会进一步恶化的预言才是真正原因。在这样的环境下，金融系统出现问题，"安全起见"的需求导致政府债券价格的增加。并不只是美国投资者突然对政府债券产生了投资欲望。墨西哥的困境和阿根廷潜在问题的传闻（《华尔街日报》9 月 3 日）使投资者的神经逐渐紧绷，因此，全球投资者把更多资金投向了"安全的"黄金市场和美国债券市场。当美国财政风险的第一个迹象出现时，政府债券市场的情绪就发生了积极转变。

只有当意识到财政危机将要到来时，债券市场才开始相信，短期利率不可能再上升而政府债券市场就要开始回升。在这种情况下，财政赤字的前景以及日益严重的现实都没有阻止短期和长期利率的持续下降。尽管从技术角度而言政府债券市场在 1981 年 9 月已经到达谷底，但事实上在 1982 年 7 月美联储的货币供应量目标终止时，政府债券价格才开始大幅上涨。这种巧合具有讽刺意味。因为联邦公开市场委员会曾一度因债券市场对货币供应量目标造成的负面影响而烦恼。债券投资者并没有注意到美联储政策的变化，而是随着财政危机出现的可能性变大，不断地涌进政府债券这个避难所。投资者的恐惧因素包括了对美联储反通货膨胀情况的担忧以及对财政挥霍的恐慌。

与 1921 年和 1932 年一样，1982 年企业债券市场滞后于政府债券市场的回升，但领先于股价的回升。1949 年企业债券的回升领先于政府债券，但这是美联储抑制政府债券收益率的结果。此外 1949 年企业债券市场和政府债券市场的回升都比股市要早。美国长期国库券市场在 1981 年 10 月的第一周跌到谷底，而穆迪信用等级较低的公司债券指数收益率在 1982 年 2

QQ 4582.8088 www

月中旬达到了最高点。

穆迪信用等级较低的公司债券指数收益率在 1982 年 2 月中旬达到 17.3%后一直没有上升，而 7 月中旬收益率下降了 16.8%。从 1982 年 2 月，穆迪公司债券的收益就开始持续增加，1982 年 7 月公司和政府债券市场的大牛市之后仍持续上升。信用等级较低的政府债券的收益在 1982 年 11 月才到达顶点。尽管公司债券市场开始回升，但收益的增加仍是正常的，因为受金融危机前景的影响，投资者开始疯狂抢购政府债券。因此与其他大熊市见底相同，1982 年熊市见底时政府债券价格开始上涨，随后是低利率公司债券开始回升，最后是股市的回升。低利率公司证券的收益明显地到达顶峰后，等待购买股票的投资者在股市走出谷底后开始投资股票。

个别商品价格越来越稳定，这在很大程度上表明股价开始上涨，公司债券亦是如此。这种情况似乎在 1982 年也出现过，尽管整个货币框架已经发生改变，但美联储仍继续在与通货膨胀作斗争。当商品价格下降时，公司债券价格从 2 月至 7 月开始有了微弱的上升。信用等级较低的公司债券的收益在 1982 年 11 月达到最顶点，然而随着商品价格的上升，收益却开始明显地减少。此次商品价格的上升是一种巧合，但这种事件发生的连续性再一次折射出 1921 和 1932 年的情形。

1921 年、1932 年和 1949 年熊市见底的"指示器"在 1982 年再次发挥作用。这尤其会鼓励投资者们去探索一些规律——1982 年新的货币体制出现了，这就说明此时的熊市见底将会有所不同。我们意在帮助投资者去注意那些正确的指标。但是投资者一定要判断那些指示器是否持续地发生着积极的变化？然后思考一下下一步股市会处于一种什么状态，以及它的未来走势又会如何？最后以此来对熊市见底的问题做出结论。

全国最低交易手续费免费办理国内期货商品期货原油期指开户 零佣金 不限资金 期货交易所直接申请交易所手续费
开户地方两用 我们坚持10倍保证金介绍 客服QQ/微信 956218088 期货开户秘书帮下载地址 http www.7help.net



结　　语
有价值的指示器

赶紧离开，后方有熊。

——威廉·莎士比亚

《冬天的故事》（*The Winter's Tale*）

全国最低交易手续费……4582.8088……www

导读

Anatomy of the Bear

四个熊市见底的 q 值

年份（年）	年末的 q 值	熊市见底时的 q 值
1921	0.35	[illegible]
1932	0.43	0.30
1949	0.36	0.29
1982	0.38	0.27

来源：史密瑟斯公司

令人吃惊的是，在 1921 年、1932 年和 1949 年有些“指示器”在识别熊市见底的过程中起到了关键作用，而在 1982 年这些指示器再次发挥了相同的功效。长期以来，制度框架已经发生了巨大的变化，而这四次熊市见底却具有某些惊人的相似性，这不禁令人啧啧称奇。我们可以称这些指示器为“爱因斯坦的疑问”，而投资者更应该集中研究这些疑问。正所谓：万事俱备，只欠东风。我们唯一要做的，就是找出比别人更好的答案；接下来，试着回答这些问题，这能帮助你勾勒出未来 20 年股市的前景。

全国最低交易手续费免费 ……可免费股指原油期货开户 …… 不限资金量化交易平台接申请交易所手续费
任何地方都可以找我们做 10倍杠杆 …… 微信QQ同号 4582…8088 期货开户私人号 …… http www …… net

战略

本书提及了四个熊市见底时期，这些时期之后股市收益达到了最佳状态，当然，谷底时的股价最低，这是不言而喻的。对投资者而言，此时有价值的指示器就是 q 值。在四次熊市见底中它都下降到 0.3 倍以下。而循环性调整市盈率是另一个实用的指示器，但在谷底时它会出现很大的波动——从 1932 年的 4.7 倍到 1949 年的 11.7 倍。即使利用通胀调整后收益率来计算循环性调整市盈率，其范围还是很大——从 5.2 倍到 9.1 倍。

其实股价慢慢地降低，对股票而言，q 值从最高点下降到最低点的平均时间一般为 9 年。如果把 1929 年至 1932 年熊市排除在外的话，估值调整的平均时限为 14 年。2000 年美国股市到达历年来的最高估时期，而所有的高估时期都会慢慢地走向低估时期。

除了 1921 年至 1932 年熊市之外，熊市都是发生在经济扩张的环境下。在三大熊市的过程中，实际国民生产总值平均增加了 52%，名义国民生产总值平均增长了 285%。

按市值计算，熊市期间公司报表盈利的增加至少趋于缓和，但这也会出现很大的波动。通胀调整后收益的增加范围是从 -67% 到 +28%。在四个熊市中，名义收益的范围是 -67% 到 +119%。

影响一般物价水平的重要因素是股价下降的催化剂。在 1921 年、1949 年和 1982 年这三个时期，高通胀之后通货紧缩的出现就是这个重要影响因素，但在 1982 年只有物价受到了通货紧缩的影响。虽然在 1932 年并没有出现通货膨胀，但严重的通货紧缩仍是影响一般物价水平的重要因素。在物价剧烈变动的时期，未来公司的盈利水平和其他主要低风险财产（政府债券）的价格都具有很大的不确定性，这也因此会导致股票估值下降。

我们已经了解到，四大熊市见底出现在经济萧条时期。在通货紧缩时期，物价稳定也就暗示着股市中的熊市已经到达谷底。此外，不断稳定的物价也预示着一般物价水平更加稳定，并暗示着股价出现反弹。在所有的商品中，铜价的变化趋势已经成为股价上涨的明显标志。如果要判断物价是否会持续稳定，投资者应该确定库存量（因为抛售库存会使价格降低），并确定制造商是否在亏本出售。

我们看到，抛售政府债券有时与股市中的熊市同时出现。而在 1929 年

至1932年情况稍有不同。在1929年9月至1931年6月债券市场呈回升状态。而此后抛售才开始出现，并持续到1932年1月。即使在1921年至1932年之间两个熊市处于严重的通货紧缩时期，但期间仍出现过政府债券的抛售现象。

战术

当投资者试图确定股市是否已经从高估时期完全进入低估时期，他们应该注意那些关键的战略因素。即使这些战略因素表明这个过程已经结束，然而在寻找股市谷底时还需要思考大量的战术问题。正如我们所看到的，政府债券价格的回升会领先于股价的回升。1932年政府债券市场跌到谷底后的3个月股价也下跌到谷底。在1921年、1949年和1982年，这种时间间隔分别为14个月、9个月和11个月。在债券市场跌到谷底后，在1921年、1932年、1949年和1982年道琼斯工业平均指数分别下跌了23%、46%、14%和6%。

公司债券市场中的牛市会在股市中的熊市见底前出现。在1921年、1932年和1982年，公司债券价格的回升比股票的回升分别提前了2个月、1个月和5个月。在1949年，这个间隔时间更长，达到15至17个月，这要根据确定方法而定，也可能是对战后债券市场的曲解所致。

在三次大熊市中，美联储对利率的下调都出现在股价跌到谷底之前。在1921、1932年和1982年，这两者之间的时间间隔分别为3个月、3个月和11个月。而在这些情况下，道琼斯工业平均指数在这些间隔时间段内几乎都下降了20%。但1929年至1932年的情况却有明显的不同。美联储在1929年11月下调了利率，而当时的熊市仍处于初级阶段。

进一步的战略性结论可以归纳如下：

- 经济和股市的回升大致上是同时发生的。汽车部门的复苏会发生于股市回升之前。
- 在熊市见底时，越来越多的经济利好消息被市场所忽视。尽管在谷底时出现了大量的牛市迹象，但仍会被忽视。
- 许多评论家表示，日益恶化的财政状况将会阻止经济复苏或股市中牛市的出现，但他们的言论将被证明是错误的。
- 股市见底后公司报表收益将持续下降。

全国最低交易手续费……开户 …… 95621… www.7help.net

- 在股市见底前，少量股票会下跌，而大量股票会有所上涨。而在熊市见底时，交易量处于低水平，股价出现最后一次暴跌。熊市已经结束的表现为，在股价的首次反弹后，交易量开始大幅增加。
- 大量的个人投资者会在熊市见底时选择卖空股票。在谷底时空头会大量增加，并会在牛市开始的前几周继续增加。
- 道氏理论表明，此时应该买入股票。

这些都是熊市及其谷底的明显特征。然而这只是管中窥豹而已，掌握上述这些特征仍不能有效地识别出金融熊市。我们要做的就是要提出“爱因斯坦的问题”。在辨识熊市见底时，你必须找出大部分问题的答案（如果找不到全部的答案）。

逝去的岁月

利用上面所列出的战略性特征，我们就可以确定 2000 年出现的熊市仍处于初级阶段。

1999 年末美股的 q 值达到了前所未有的高度。同时循环性调整市盈率也创下了新纪录。q 值为 2.9 倍，与其几何平均数相同，而循环性调整市盈率比 1881 年至 2005 年 6 月的平均数多了 170%。然而估值却从这样的高峰急剧下跌，这同时也创下了历史纪录。正如我们所见，除了 1929 年至 1932 年之外，股市从高估时期缓慢地退步到低估时期。这个调整期应该是 9 年到 14 年。而现在的市场在 5 年前就达到了最高点。

循环性调整市盈率将从 2005 年 6 月的水平下降到其长期平均值（下降 40%）。假设它下降到熊市见底时的水平，那么它的下降幅度应该是 60% 到 84%。价格的下跌幅度将取决于当时的收益水平。

2005 年 6 月末 q 值比公允价值高了 44%。如果它要达到 20 世纪四大熊市见底时的水平，它就要从现有水平下降 67%。此外股价下跌程度将依赖于此时资产重置成本的增加程度。

至今一般物价水平仍未出现很大的波动。但对已持续多年下跌的估值而言，大幅波动是很正常的。就像米尔顿·弗里德曼所说，如果处处并时时存在着通货膨胀这样一种货币现象，假设制度框架不变，那么下次困扰一般物价水平的因素就可能是通货膨胀。

至今政府债券价格的下降已经趋于缓和。公司债券价格也是如此。历

史表明，政府债券和公司债券的价格需要进行一次较大调整。

美联储并没有下调利率——而是反其道而行之。

经济并未出现衰退现象。

因此如果这次熊市与其他的熊市相似的话，那么有几种现象一定会发生。股价会下跌到公允价值以下，而原因可能是通货紧缩更可能是通货膨胀。债券市场熊市将会出现，经济也会出现衰退现象。在熊市结束之前，道琼斯工业平均指数有可能至少下降60%——也可能超过80%（假设收益水平和资产重置成本不变）。

这次熊市可能在2009年之后结束，也有可能会在接近2014年时才结束。到那个时候你可以重读本书，然后体会一下它是否帮助你识别出熊市见底的时点。另外，如果你不得不规避风险，那一定要保持警惕性。

全国最低交易手续费……开户……4582 8088……

译者后记

传统观点认为，只有出现灾难性的熊市时，市场才会真正见底，提供一生一次的买入机会。就此而言，投资者脑海中往往浮现出以下市场大跌时的场景：1929 年至 1932 年美国股市的熊市；1970 年至 1981 年美国债券市场的崩溃；1973 年至 1974 年香港股市出现的熊市，当时恒生指数下挫 90%；或 1989 年后日本的熊市，当时日经指数由 39 000 点下跌至 2003 年 4 月的 8 000 点以下；中国的投资者甚至对 2008 年股市下跌 65.39% 记忆犹新。当市场处于这种低位时，投资者均弥漫着完全绝望的情绪，市场参与者出现恐慌，资产类别受熊市影响而变得萧条，市面上弥漫着负面的情绪。

根据拉塞尔·纳皮尔所写的《大熊市启示录》一书，20 世纪四次大熊市分别出现在 1921 年、1932 年、1949 年以及 1982 年，估值偏低发生于系统内股价升幅未能追上经济及盈利增长的某段时间。纳皮尔指出，1921 年市场处于低位时，道琼斯工业平均指数并不高于 1899 年的水平，但名义 GDP 却增长了 383%，实际 GDP 亦上涨了 88%！与此类似，1982 年 8 月道琼斯工业平均指数并不高于 1964 年 4 月，实际或经通胀调整后的跌幅达 70%。读者从纳皮尔书中获得的重要信息是：股价的估值由偏高走向偏低通常需要 14 年之久，而股价处于名义上的低位未必是买入股票的最佳时机。更重要的应该是股价的实际水平，以及显示估值过低的不同估值因素。

拉塞尔希望读者明白的是，牛市和熊市极为复杂，当一个资产类别似乎处于牛市时，并不代表其相对一种硬通货（例如黄金）亦处于牛市，这一点非常重要。拉塞尔的著作是第一本追溯美股在过去 100 年由估值偏低至偏高再回到偏低的书籍。这本书也提供了许多让人深思之处。如果股价

徘徊于估值偏高及偏低之间，其他资产市场如房地产、商品及债券等也会如此。他所得出的结论是：一、熊市对投资者的财富不利，一旦出现大熊市，很少有人能够避免损失；二、在熊市结束时先入市，未来的利润将好得惊人；三、熊市结束前经济通常陷入衰退期，成交额进入萎缩期。

拉塞尔通过研究 20 世纪美国四次大熊市发生时前后两个月所出版的《华尔街日报》，深刻理解了大熊市四次见底的大环境。如果需要理解过去投资者在不确定情况下是如何进行投资决策的，那么就需要仔细阅读本书。在本书不同章节，投资者都能看到当时的人物和事件，能够了解财政机构、操盘手和中小投资者在面对市场极度震荡时所做出的反应和行动，能够清晰地观察熊市变为牛市以及牛市变为熊市这个周期性循环变动的过程。这样投资者就能够理解四次熊市见底的相似性，从而更好地制定投资策略。

当前美国次贷危机以及金融危机已经在全球掀起经济衰退的浪潮，欧美信贷市场问题进一步蔓延。尽管全球联手解决信贷紧缩以及金融危机，但是效果如何仍值得商榷。但经济衰退和经济紧缩的步伐却从未停止，现在次贷危机的第二波浪潮已经袭来，在未来一段时间内股价仍有可能下跌，并可能拖慢经济见底的过程。对此拉塞尔认为，全球央行将会大幅放宽货币政策。但他相信，其中只有亚洲地区的商业银行能够正常地回应当局放宽银根的措施。而他也指出，中国的经济增长不能再依赖欧美的进口需求，而会在短时间内转化成由地区内本地市场对必需品的消费所带动。在译者看来，美国的金融风暴、中国经济增长的放慢这些都不足虑，真正担心的是经济体制内部的刚性，宏观经济和企业受制于体制刚性，很难对外部的变动和冲击做出实时的充分反应，这是最值得忧虑的。中国经济依靠外部需求推动经济增长的模式正在面临严峻考验，应该靠经济转型去调整。在这个调整的过程中，股市势必遭到较大的冲击和影响；究竟是利好影响还是负面影响，就需要投资者根据具体的宏观环境和国内外财政金融政策加以判断，以期能够在拉塞尔观念的指导下，准确把握熊市变牛市抑或牛市变熊市的拐点，从而为自己赢得更广阔的盈利空间和生存环境。

钱睿　高彩霞
2009 年 7 月

958216088 www.7help.net

延伸阅读



《熊市中的投资之道》

牛短熊长，如何在市场低迷时把握机会
慢慢熊路，如何在悲观气氛中逆市飞扬

- 财经畅销书《美元大崩溃》作者彼得·希夫最新力作。
- 通过鞭辟入里的评论、恰到好处的比喻以及规范性的建议，本书将告诉你如何在极端市场环境下，通过使用一个非传统的投资战略来赚钱。



《博格长赢投资之道》

聆听“指数基金教父”的沉思之言
做投资风暴中永远的“不倒翁”

- 约翰·博格是美国先锋共同基金集团的创始人，美国投资界的至尊级人物，被誉为“指数基金教父”。
- 立足于华尔街的贪欲横流，本书阐释了与“知足”相关的投资、基金业与人生问题，引导读者在这个充满诱惑的世界中，如何取得长赢投资之道。
- 与巴菲特的投资之道一样，博格认为成功的投资最终都与一个成功的“人”所必备的优良品质息息相关。

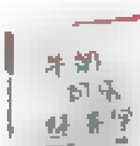


《伯南克的美联储》

这是解析美联储和伯南克最权威、最全面的一本书！

- 在这个动荡的年代，你应当怎样理解伯南克执行的货币政策？
- 这会对你的企业、投资和整个世界带来哪些影响？
- 且看全球最具权力的中央银行如何抵御金融危机？

湛庐文化2008年获奖书目



《牛奶可乐经济学》

国家图书馆“**第四届文津奖**”十本获奖图书之一，惟一一本获奖的商业类图书。

用经济学的眼光看待生活和工作，体验作为“经济学家”的美妙之处。



《牛奶可乐经济学》、《以人为本的企业》

搜狐、第一财经日报“**2008年十本最佳商业图书**”。

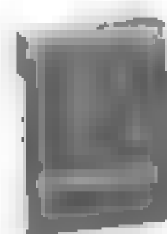
《以人为本的企业》激发人的无限力量！颠覆传统管理模式的企业革命！



《巴菲特之道》

“**2008和讯华文财经图书大奖**”的“**大众投资类**”大奖。

巴菲特家人与挚友为您零距离解析——巴菲特一生奉行的财富与人生哲学！

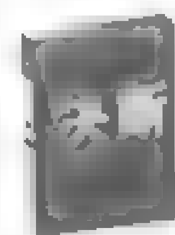


《企业的人性面》、《决断》

《商学院》杂志“**2008年十本最具商业价值的商业图书**”。

《决断》诠释领导者最重要的能力素质的伟大著作！

《企业的人性面》管理思想大师麦格雷戈一生惟一著作50周年纪念版

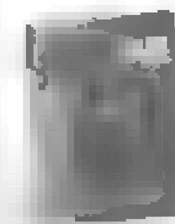


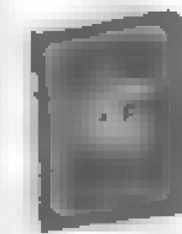
《撬开苹果》、《买》

《今日美国》杂志（*USA Today*）“**2008年最佳商业图书**”

《撬开苹果》探索史蒂夫·乔布斯的传奇，走出属于你自己的路

《买》听着！这才是购买的真相！



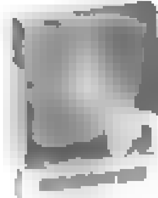


希腊三部曲：**《追逐阳光之岛》、《镀金橄榄神谕宝藏》、《众神的花园》**

新闻出版总署“**第六次（2009年）向全国青少年推荐百种优秀图书**”之一。

“希腊三部曲”仿佛艾丽斯仙境、伊甸园与镜中世界，充满好闻的味道、缤纷的颜色、可口的食物、柔软的触感、奇怪有趣的人物和无尽的爱、学习与玩乐。







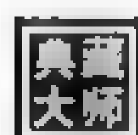
全国最低交易手续费免费办理国内正规期货股票账户开户 ... 咨询QQ ... www.7help.net

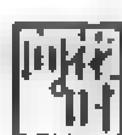


一切为了您的阅读体验

我们出版的所有图书都将归于以下几个品牌

管理智慧 营销智慧 商业智慧 湛庐教材 喜福绘





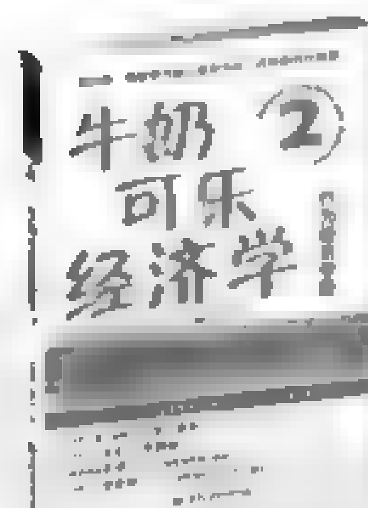
心视界 财富汇



找"小红帽"

为了便于读者辨认，我们在每本图书的书脊上部50mm处，全部用红色标记，称之为——"小红帽"。同时，"小红帽"上标注"湛庐文化·出品"字样，小红帽下方标注所属图书品牌名称与编号。这样便于读者在浩如烟海的书架陈列中清楚地找到我们，同时便于收藏。





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net

找“湛庐文化”

我们所有出品的图书，在图书封底都有湛庐文化的标志和“湛庐文化 · 出品”的字样。



用轻型纸

您现在正在阅读的这本书所使用的是轻型纸，有白度低、质感好、韧性好、油墨吸收度高等特点，价格比一般的纸更贵。

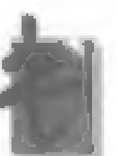
关注阅读体验

我们目前所使用的字体、字号和行距，是在经过大量调查研究的基础上确定的，符合读者阅读感受。每页设计的字数可以在阅读疲劳周期的低谷到来之前，使读者稍作停顿，减轻读者的阅读疲劳，舒适的阅读感觉油然而生。

所有的一切都为了给您更好的阅读体验，代表着我们“十年磨一剑”的专注精神。我们希望我们能够成为您事业与生活中的伙伴，帮助您成就事业，拥有更为美好的生活。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进: http://www.7help.net



100029　北京市朝阳区惠新西街16号蓝珏苑3单元202室

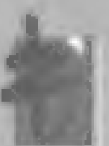
中国人民大学出版社商业与文化事业部 收

http://www.cheersbooks.com

（请附名片）

地址：________________ 邮编：________________
姓名：________________ 电话：________________
单位：________________ 职务：________________
E-mail：________________ 手机：________________

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进：http://www.7help.net



谢谢您购买中国人民大学出版社商业与文化事业部出版的好书！
欢迎加入湛庐企业与经理人读书俱乐部，共同创造与享受崭新的生活与工作方式。

www.cheersbooks.com

服务热线：010-84724934
E-mail: service@cheersbooks.com

1．您所购买的书名：________

2．您的性别：________ 您的职业：________

3．您从何处得知本书的消息？（可多选）

☐书店 ☐网络 ☐报纸 ☐杂志 ☐广播 ☐电视 ☐他人推荐 ☐其他________

4．您通常以何种方式购书？（可多选）☐书店购书 ☐网络购书 ☐邮购 ☐其他________

5．哪些因素影响您购买图书？（可多选）☐封面 ☐推荐 ☐作者及出版社 ☐前言 ☐价格 ☐内容 ☐其他____

6．您觉得本书价格：☐偏高 ☐合理 ☐偏低

7．您对本书的评价（请填：①非常满意 ②满意 ③普通 ④不满意 ⑤非常不满意）

____书名____内容____封面设计____版式设计____翻译

8．您会将本书推荐给朋友吗？☐会 ☐不会 ☐不知道

9．您还希望我们出版哪类书籍或引进哪本书籍________

10．您的建议和要求________ 您的随感________

著作权合同登记号
图字：01-2009-0492

Anatomy of the Bear

Lessons From Wall Street's Four Great Bottoms

7万份《华尔街日报》的研究成果，帮助你选择进仓的最佳时机

对我来说，该书填补了一项空白。这是第一本以审慎的眼光追踪100多年间美国股价在低估和高估之间波动的书籍，是所有金融人士必读的经典著作。

国际投资大师、"末日博士" **麦嘉华**

这是一本最佳投资类读物。

全球资产管理巨头美国景顺基金前首席执行官 **鲍勃·耶柏利**

拉塞尔·纳皮尔为耐心细致的投资者撰写了一本很严谨的书籍。请记住这本书，也许有一天它能帮你赚更多的钱！

著名投资公司斯普罗特资产有限责任公司前首席执行官 **休·斯隆**

湛庐文化·出品
Cheers Publishing

上架指导：金融/投资



ISBN 978-7-300-10893-3/F · 3721
定价：49.80元